

# *Regionalismo financiero y estabilidad macroeconómica*



Papers and Proceedings  
VI Conferencia Internacional de Estudios Económicos 2012  
Dirección de Estudios Económicos

# REGIONALISMO FINANCIERO Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA



# REGIONALISMO FINANCIERO Y ESTABILIDAD MACROECONÓMICA

DIRECCIÓN DE ESTUDIOS ECONÓMICOS

FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS

Primera edición: noviembre de 2012

Fondo Latinoamericano de Reservas  
Ana María Carrasquilla, Presidente Ejecutivo

Director de Estudios Económicos  
Eduardo Morón

Editado por:  
Carlos Andrés Giraldo

Diseño y diagramación:  
Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda. | E-mail: formas.finales@gmail.com

Impreso y hecho en Colombia  
Printed and made in Colombia

# CONTENIDO

vii	AGRADECIMIENTOS
viii	ACKNOWLEDGMENTS
ix	NOTA DE LOS EDITORES
xii	EDITORS' NOTE
1	DOMENICO LOMBARDI <i>The Relationship between Global and Regional Safety Nets</i>
8	ULRICH VOLZ <i>Strengthening Cooperation between Regional Financing Arrangements and the International Monetary Fund</i>
18	LORENZO GIORGIANNI <i>Regional Safety Nets and the IMF: Leveraging Strengths</i>
35	BARRY EICHENGREEN <i>Lessons of Europe's Crisis for Monetary Integration and Cooperation in Latin America</i>
44	AARON TORNELL <i>The Eurozone Crisis and Emerging Market Balance of Payment Crises</i>

- 55    MARCEL FRATZSCHER  
*Governance Reforms and Macroeconomic Policies in Europe*
- 74    CHALONGPHOB SUSSANGKARN  
*Development of Foreign Exchange Liquidity Support Mechanism  
in East Asia*
- 86    JOSÉ ANTONIO OCAMPO  
*La arquitectura regional a la luz de la crisis*
- 108   DANIEL TITELMAN, CECILIA VERA, PABLO CARVALLO,  
ESTEBAN PÉREZ-CALDENTEY  
*Hacia una cobertura regional más amplia de un Fondo de Reservas*
- 148   MANUEL R. AGOSIN  
*UN FONDO MONETARIO LATINOAMERICANO: DIMENSIONES REQUERIDAS Y  
MODALIDADES*
- 180   EDUARDO LEVY YEYATI  
*FONDO LATINOAMERICANO DE RESERVAS: DIAGNÓSTICO Y RECOMENDACIONES*
- 218   RODRIGO VERGARA  
EDUARDO MORÓN  
*Mesa redonda sobre el FLAR*

## **Agradecimientos**

La VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos fue posible gracias al apoyo incondicional de Ana María Carrasquilla, Presidenta Ejecutiva del FLAR, a quien también se agradece su respaldo a la publicación del presente trabajo.

También se agradece de manera especial a Enrique García y a la CAF Banco de Desarrollo de América Latina por el copatrocinio de la Conferencia, por sexto año consecutivo.

A los expositores, en su orden de intervención, Manuel Ramos Francia, Domenico Lombardi, Ulrich Volz, Lorenzo Giorgianni, Barry Eichengreen, Aaron Tornell, Marcel Fratzscher, Enrique García, Chalongphob Sussangkarn, José Antonio Ocampo, Daniel Titelman, Manuel Agosin, Eduardo Levy-Yeyati, Rodrigo Vergara y Eduardo Morón, por compartir sus conocimientos sobre el tema y quienes con su exposición hicieron una conferencia interesante y pertinente.

Finalmente, pero no menos importante, se agradece a las autoridades económicas de los países miembros del FLAR y a los demás participantes en la Conferencia.



### **Acknowledgments**

The 7<sup>th</sup> International Conference on Economic Studies was possible thanks to the unconditional support of Ana Maria Carrasquilla, Executive President of FLAR, who also supported the publication of this work.

We also give special thanks to Enrique Garcia and to CAF Banco de Desarrollo de América Latina for co-sponsoring the Conference for the sixth year in a row.

To the speakers, in their order of appearance, Manuel Ramos Francia, Domenico Lombardi, Ulrich Volz, Lorenzo Giorgianni, Barry Eichengreen, Aaron Tornell, Marcel Fratzscher, Enrique García, Chalongphob Sussangkarn, José Antonio Ocampo, Daniel Titelman, Manuel Agosin, Eduardo Levy-Yeyati, Rodrigo Vergara and Eduardo Morón, for sharing their knowledge on the matter and making the conference interesting and relevant with their presentations.

Last but not least, we thank the economic authorities of the countries members of FLAR and the other participants of the Conference.

## **Nota de los editores**

La VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos tuvo como marco del diálogo un entorno macroeconómico global de gran turbulencia e incertidumbre. Este hecho marcó que la discusión macroeconómica tuviera como elemento destacado la forma de contar con mecanismos de respuesta, especialmente externos, que garanticen el menor impacto de una nueva crisis internacional sobre la estabilidad macroeconómica de la región latinoamericana. Esta condición posiblemente sea el entorno para las próximas reuniones.

La nueva realidad económica, la cual tuvo como punto de partida la crisis financiera global de 2008, arrojó nueva evidencia sobre la existencia de espacios no cubiertos por la estructura financiera internacional en situaciones de tensión o crisis. En especial, dejó en primer plano la necesidad de contar con una red de asistencia financiera, la cual no sólo requiere del fortalecimiento de los acuerdos globales y regionales, sino también de una acción coordinada de éstos para garantizar la estabilidad y el desarrollo económico global.

A partir de lo anterior, y por sexto año consecutivo, el FLAR y la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina unieron esfuerzos para la realización de la VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos FLAR-CAF, cuyo tema general fue “Regionalismo financiero y estabilidad macroeconómica”. Este evento tuvo como propósito promover la discusión sobre la red de seguridad financiera global y su papel en la estabilidad macroeconómica, con especial énfasis en el regionalismo financiero y los acuerdos para la provisión contra cíclica de liquidez externa en situaciones de tensión y crisis. Para este propósito, la Conferencia reunió a un grupo de importantes académicos, expertos, investigadores, autoridades económicas y representantes de instituciones financieras internacionales.

El diálogo presentado en la Conferencia fue muy productivo en torno a los principales problemas del sistema financiero y monetario mundial, y cómo el fortalecimiento del regionalismo financiero contribuye a enfrentarlos, desde el punto de vista del mundo emergen-

te y en desarrollo. Destacó, para el caso de la región latinoamericana, el avance que hubo en términos de la discusión sobre la forma más apropiada de concebir un mecanismo regional para la estabilidad macroeconómica, a partir del FLAR, un organismo con una institucionalidad de más de treinta años, el cual ha proporcionado un beneficio neto para sus países miembros a lo largo de su existencia.

Para el cumplimiento del objetivo del evento, la Conferencia se dividió en cuatro bloques, lo cual está reflejado en los textos aportados por los expositores en la presente publicación. El primer bloque temático de la Conferencia abordó el tema de la red de seguridad financiera global, con especial énfasis en la forma de llevar a cabo la cooperación entre los acuerdos globales y regionales, incluyendo aspectos financieros, técnicos y de gobernabilidad. Esta sección contribuyó a vislumbrar los aspectos cruciales a considerar en el proceso de fortalecimiento de la red de seguridad financiera global. El tema fue documentado en la presente publicación por Volz, Lombardi y Giorgianni, en su orden de intervención.

El segundo bloque temático trató el tema de la cooperación macroeconómica y la estabilidad financiera en Europa, así como sus implicaciones sobre el resto del mundo. La discusión de este tema, clave para el desenvolvimiento de la estabilidad macroeconómica global, arrojó conclusiones en materia de condiciones y elementos neurálgicos para la estabilidad en un proceso de integración y cooperación macroeconómica. Destacó el paralelo realizado entre la situación región latinoamericana con la situación de la Eurozona, incluyendo pasado y presente. Este tema fue desarrollado por Barry Eichengreen, Aaron Tornell y Marcel Fratzscher. La reflexión en torno a este tema arrojó importantes lecciones para el mundo emergente y en desarrollo, especialmente para los procesos de integración en regiones como la latinoamericana.

El anterior tema tiene una conexión directa con el bloque de discusión sobre experiencias de regionalismo financiero para la estabilidad y el desarrollo en el mundo emergente, a partir de experiencias en Asia (Iniciativa Chiang Mai) y Latinoamérica. En esta primera edición, este tema fue documentado por Chalongphob Sussangkarn. El diálogo sobre esta materia permitió hacer análisis comparado y dejó abiertos interrogantes sobre las potenciales sinergias entre los acuerdos de la región latinoamericana y Asia, especialmente entre la Iniciativa Chiang Mai y el FLAR, dada su afinidad en objetivos y funciones.

Como último bloque y teniendo como antecedente la discusión de las anteriores secciones, la Conferencia trató la forma de constituir un fondo de reservas con cobertura de toda la región Latinoamericana, a partir de la exitosa experiencia del FLAR. Este último punto fue desarrollado por José Antonio Ocampo, Daniel Titelman, Manuel Agosin, Eduardo Levy-Yeyati, Rodrigo Vergara, Enrique García y Eduardo Morón. La enriquecedora discusión en este bloque permitió avanzar en la determinación de los elementos críticos,

retos y oportunidades de un FLAR ampliado en el ámbito latinoamericano, desde diferentes puntos de vista, como lo fueron el académico, el hacedor de política económica organismos financieros regionales y el propio FLAR.

Esperamos que el lector disfrute de los documentos de la VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos, elaborados por este destacado grupo de autores que contribuyeron de manera crucial al cumplimiento del objetivo de la Conferencia y a la continuidad del diálogo macroeconómico de primer nivel en nuestro evento anual.

## **Editors' Note**

The 7th International Conference of Economic Studies focused on the global macroeconomic environment of great turbulence and uncertainty. This fact led the macroeconomic discussion to highlight the importance of having response mechanisms, especially external, that guarantee a lower impact of a new international crisis on the macroeconomic stability of the Latin American region. This condition may possibly be the context for the next meetings.

The new economic reality, which starting point was the global financial crisis of 2008, provided new evidence of the existence of spaces not covered by the international financial structure in situations of tension or crisis. Especially, it showed the need for a financial assistance network, which not only requires strengthening of global and regional agreements but also coordinated action of the latter to guarantee global stability and economic development.

In light of the above, and for sixth consecutive year, FLAR and CAF-Latin American Development Bank joined forces to host the 7th International Conference of Economic Studies FLAR-CAF, which general theme was "Financial Regionalism and Macroeconomic Stability." This event had the purpose of promoting a discussion on the global financial security network and its role in macroeconomic stability, with special emphasis on financial regionalism and agreements for counter-cyclical external liquidity provision in situations of tension and crisis. For this purpose, the Conference brought together a group of important academics, experts, researchers, economic authorities and representatives of international financial institutions.

The discussion held at the Conference was very productive concerning the main problems of the world financial and monetary system, and how strengthening financial regionalism contributes to face them from an emerging and developing world perspective. The Confer-

ence highlighted, in the case of the Latin American region, the progress made in terms of the most appropriate way to conceive a regional mechanism for macroeconomic stability, with FLAR, an organization present for more than 30 years, which has provided a net benefit for its member countries throughout its existence.

To fulfill the event's objective, the discussion was divided into four blocks during the Conference, reflected in the texts provided by the speakers in this publication. The Conference's first block theme approached the issue of the global financial security network, with special emphasis on how to achieve cooperation between global and regional agreements, including financial, technical and governance aspects. This section contributed to shed light on crucial aspects to consider in the strengthening process of the global financial security network. The topic was developed and documented in this publication by Volz, Lombardi and Giorgianni, in their order of intervention.

The second block theme discussed macroeconomic cooperation and financial stability in Europe, as well as its implications for the rest of the world. This discussion, key in the development of global macroeconomic stability, provided conclusions in terms of neuralgic conditions and elements for stability in a macroeconomic integration and cooperation process. It highlighted the comparison made between the situation of the Latin American region with the Eurozone situation, both past and present. This issue was developed by Barry Eichengreen, Aaron Tornell and Marcel Fratzscher. The reflection around this issue led to important lessons for the emerging and developing world, especially for integration processes in regions such as Latin America.

The previous topic has direct connection with the discussion block on experiences of financial regionalism for the stability and development of the emerging world, from experiences in Asia (Chiang Mai Initiative) and Latin America. In this edition, these issues were developed by Chalongsak Sussangkarn, respectively. The discussion on this subject allowed making a comparative analysis and left certain questions on the possible synergies between agreements of the Latin American and Asian regions, especially between the Chiang Mai initiative and FLAR, given their affinity in objectives and functions.

As a final block and continuing with the discussions of the previous sections, the Conference discussed how to constitute a reserves fund with coverage throughout the entire Latin American region, using as basis the successful experience of FLAR. This last issue was developed by José Antonio Ocampo, Daniel Titelman, Manuel Agosin, Eduardo Levy-Yeyati, Rodrigo Vergara, Enrique García and Eduardo Morón. This enriching discussion allowed making progress in determining the critical elements, challenges and opportunities of an expanded FLAR in the Latin American context, from different points of view, such as academics, policy-makers, regional financial bodies, and FLAR itself.

We hope the reader will enjoy the documents of the 7th International Conference of Economic Studies, prepared by this important group of authors who contributed significantly to fulfilling the objective of the Conference and to continuing the top level macroeconomic discussion at our annual event.

# **The Relationship between Global and Regional Safety Nets**

*By DOMENICO LOMBARDI\**

It's really an honor to be here, especially if you study financial regionalism. I have to say that I've been learning a great deal about FLAR and I think this is a very unique institution and experience. In fact, I'm going to elaborate how this has sort of affected or shaped the research project that we are conducting at the Brookings Institution in Washington. But, before I do so, I'd like to thank President Carrasquilla, President Garcia, and Dr. Giraldo for this very kind invitation, really thank you.

So coming to today's presentation, what we have noticed is that there's been an incredible proliferation of Regional Trade Arrangements. Since the aftermath of World War II when the new economic order was laid out through January of this year we had some 511 regional or plurilateral trade arrangements that were notified to the WTO, and in connection with that, concurrently, what we have noticed is that Regional Financial Arrangements have also increased their profile. Just to give an example, the IMF Ministerial Committee in October of 2010 said that it is important for the IMF to cooperate with Regional Financial Arrangements. I could take pretty much any press communiqué from the IMF since that date and we pretty much find the same sentence. The same is true for G20 meetings. If we take the communiqué from the latest summit at Los Cabos, three weeks ago, G20 leaders said that they recognize the importance of effective global and regional financial safety nets.

Against this backdrop, at Brookings Institution we joined forces with the Asian Development Bank Institute and we established the research project that has engaged a truly global research team and I'm really honored that some of these researchers are here at this conference: Barry Eichengreen, Daniel Titelman and, of course, José Antonio Ocampo; the team also included Shinji Takagi of the University of Osaka and Charles Wyplosz from Geneva. And the output of this research project will be published in a volume edited by Masahiro Kawai and myself that is forthcoming from the Brookings Institution Press hopefully early next year.

\* President, Oxford Institute for Economic Policy; and Senior Fellow, Brookings Institution.



Having said that, let me just highlight the structure of today's presentation. I'm going to talk a little bit about the aims of our research project on financial regionalism. I'll be highlighting the political economy drivers behind the financial regionalism, and then I will highlight some key features of Latin America's Regional Financial Arrangement, not that of course I can highlight anything about FLAR that you don't already know, but just some features that are particularly noteworthy on a comparative perspective. I will do the same vis-à-vis the Asian Regional Financial Arrangement-the Chang Mai Initiative-and I will spend the second part of my presentation elaborating a bit on the relationship between the IMF and the regional safety nets.

So really, the aim of this project of the Brookings Institution and ADBI is to derive some insights in terms of how to characterize the relationship with the IMF, especially elaborating on the fact that the Institution has gone really a long way from the initial skepticism vis-à-vis regional financial arrangements that was still there 'til the last decade. Differently from the more open attitude that it has been shown since the latest few years. If I may say so, the aim is also a little bit too parochial in the sense that, as President Carrasquilla was elaborating in her opening remarks, clearly in Europe there's been a lot of talk, more talk than action, about the regional financial safety net, and really in these days, as we speak, the ESM is being laid out and of course our aim is also to offer some insights in terms of how to set up this new institutional facility.

Similarly, the idea is also to offer some insights to other Regional Financial Arrangements that clearly aim to strengthen themselves, and in the chapter written by Daniel Titelman and José Antonio Ocampo actually they talk at length about some reform prospects for the FLAR but I won't really want to venture into that.

So, if we were to look at the Regional Financial Arrangements, and really try to distill some of the features that come out from a cursory observation, we see that they are typically nested in broader frameworks of regional integration. Clearly, the most obvious example is Europe where the European Payments Union was established in the aftermath of the Second World War, but this is also true of course for Latin America where there's been a number of regional initiatives, and the same is also true for Asia, although its experience of regional integration is much more recent than compared to Latin America or Europe.

What we also observe is that typically these Regional Financial Arrangements have no surveillance capability, and also they typically don't have a conditionality technology. The way they react to that is different; FLAR does not have conditionality; CMIM outsource this

conditionality to the IMF; and the ESM/EFSF has a very complex arrangement and I will come back to that in a moment. One more feature that we can note is that regional financial arrangements do have a limited lending capacity when compared to the IMF. CMIM decided to double its lending capacity to \$240 billion dollars at the latest meeting in May, and however, it is still only 5% of the foreign reserve assets of its members. FLAR has a lending capacity that is approximately of \$3 billion dollars and the ESM stands at \$500 billion euros. So, as large as this may seem, the IMF lending capacity including the pledges that have just been finalized at Los Cabos, stands at about \$800 billion dollars, and once the quotas increase recommended by the G20 leaders at Seoul and ratified by the IMF governance bodies in December of that same year 2010, once that Seoul package will kick in, hopefully after the US presidential election, this credit capacity will further increase to something like \$1,200 billion dollars.

So, why really do we have Regional Financial Arrangements? We live in a multilayered international financial architecture or maybe using a less politically correct expression, the international financial architecture does have gaps, and one of such gaps has just been illustrated by Vice Governor Ramos, there is no lender of last resort globally, and José Antonio Ocampo was also referring to this feature in his comments. Therefore, Regional Financial Arrangements provide the opportunity of instantaneously increase the amount of resources that are globally available. But it's not just that, it's also that these Regional Financial Arrangements are ownership enhancing, and I believe the experience of FLAR very much highlights this aspect. Most of FLAR membership does rely on relatively smaller or medium size economies, which can be better represented or can have a stronger voice in these Regional Financial Arrangements rather than the IMF whose membership of 188 member countries clearly poses some objective challenges for the voice of its smaller members to be heard.

Another feature that we observe in terms of Regional Financial Arrangements is that they tend to work more as information sharing forums, learning forums, rather than forums where peer pressure or due diligence is generated. And I'll come back to that again in a moment.

Another function that Regional Financial Arrangements display is that they provide the device through which relatively larger economies in a region or in a sub-region to manage the externalities coming from the smaller economies, while safeguarding the stability of the relevant region or sub-region. Given that we live in a world of increasing integration and openness, these Regional Financial Arrangements offer a buffer against contagion, against instability coming from a world of capital mobility.

Finally, there is a more classical function of Regional Financial Arrangements that is also in common with the normal global multilateral financial institutions, insofar as these arrangements do provide a device for accessing financial markets at a relatively lower cost because they are sovereign financial intermediaries, and then they can redirect those resources they borrow at relatively lower costs towards regional priorities.

Looking at FLAR, looking at the governance of both the IMF and other Regional Financial Arrangements, I was really impressed by this two-tiered governance system where there is an Assembly made of the Finance Ministers, a Board consisting of the central bankers. So there is a peculiar division of labor.

Another feature that FLAR displays is that they are very close to their membership, and these results in timely lending. This lending has no conditionality as I mentioned, as well as no surveillance in terms of statutory set of activities, that is, for instance, discharge by IMF. It has been very cooperative with its membership, as far as I know it never rejected a loan request, and, in exchange for that, members have always honored their commitments, even when they were in default to commercial creditors or in arrears to the IMF, they have always honored their obligations. One of the interesting features of FLAR is that its rating is higher than its members, which essentially reflects some type of de facto super senior status according to FLAR by its own members, but also, perhaps, its relatively low leverage.

If we look at the Asian experience, we also see that the ERPD is really more of a forum for information sharing rather than peer pressure or due diligence. And, in contrast with FLAR, central bank governors have not been part of the process, at least until very recently at the Manila's meeting of last May where, as I mentioned, a number of reforms including the boosting of lending capacity was decided. Like FLAR, CMIM does not have a conditionality technology but, unlike FLAR, has decided to outsource conditionality to the IMF through the so-called IMF link. If all, this creates some stigma, and in fact this is also at the basis of some puzzling aspects in the sense that there's now the CMIM and yet the CMIM has never been activated so far, not even at the height of the international financial crisis. Two of its own members, Korea and Singapore, requested aid for entering into a swap agreement with the US Federal Reserve and also other systemically important central banks and, yet, did not activate the CMIM credit line.

Again in terms of surveillance, now the CMIM is strengthening its capability, they have set up the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office, which have just become operational. But I think if we look at its own resources, at the staff that is relatively really tiny, at

the fact that Asian countries do not really have a tradition of assessing neighbors, and that they prefer refraining from doing so, we do see this recurrent feature of Regional Financial Arrangements more as providing a forum for information sharing rather than peer pressure or due diligence as maybe the IMF Board is more similar too.

So coming to the issue of the relationship between Regional Financial Arrangements and the IMF, the need for this relationship is that Regional Financial Arrangements nowadays are unlikely to provide all the financing that may be needed in the case of a regional shock, given the increased globalization of the world economy. Their financial capacity is much lower compared to what the IMF can boost.

This relationship is formally codified in the case of the CMIM, as I mentioned there is this IMF link, which initially was of 10% so members could draw up to 10% and then for any further drawing they would need to request an IMF program. This has been increased to 20% and, most recently, to 30%. This connection is also very strong in the case of the European regional financial safety nets, where the link with the IMF is not statutory or formally codified, but in the ESM Treaty there is a strong reference to working together with the IMF. There is, however, the ability and a capability from the EFSF-ESM to provide programs even if the IMF were not to do so.

In the case of FLAR we see that this relationship is not formalized. It has also varied over time and here we found an interesting case study thanks to James Boughton. Just to show how this relationship with IMF may be, may evolve over time, if we take the case of Peru, for instance, we see that in the first phase that goes from 1978 to 1984, Peru is in a very good standing with the international community, has a program with the IMF and FLAR, and because it has a program with the IMF this helps Peru to obtain debt rescheduling from the Paris Club. Then, the Latin American debt crisis strikes, Peru gets off track vis-à-vis the IMF program, and the IMF stops disbursement in 1984. The García Administration accumulates arrears and FLAR provides a financial backstop to this country. And finally we have Stage III where the Fujimori Administration normalizes the relationship with the IMF and this enables the country to obtain a series of IMF programs, some of precautionary nature, some others not, throughout 90s.

Essentially, this experience shows how a Regional Financial Arrangement can work to complement the IMF in normal times or be a substitute in more difficult times. But the question remains to what extent the RFA resources are limited, there is no conditionality, to what extent this can fully replace the IMF through its own lending or through the catalytic

effect by other potential creditors, both in terms of additional resources and also in terms of debt rescheduling that sometimes is associated to an IMF program.

What we also see is that in Regional Financial Arrangements regional neighbors find it pretty hard to demand painful adjustment to other neighbors because this reflects a lack of distance between the regional body and its regional or sub-regional members. And because this raises all sorts of complex emotional political tensions. What happens is that, in the case of the European Union and the CMIM, the conditionality negotiations and monitoring is outsourced to the IMF. And yet, what we have learned from the recent European experience is that the effectiveness and compliance is really affected by the relative size of the IMF lending in the package. What we see is that unless the IMF share accounts for the majority of the lending package, it is really difficult to put pressure on the borrower to accept and comply in terms of the policy conditions.

In the case of Europe, there is a tendency from the larger regional members of these regional bodies, in Europe this could be Germany, in the case of the CMIM this could be China and Japan, to affect the terms of their conditionality, also leveraging on their senior status in the IMF's own governance due to their role as its powerful shareholders. I think this is very clear in the current arrangements in Europe where you have this Troika arrangement where essentially the IMF negotiates conditionality together with regional bodies that have no mandate to design and impose conditionality on their member countries.

What we have seen is that the relationship between the IMF and the regional bodies has so far been ad hoc and not really founded on a sort of ex-ante approach. Clearly, with the increasing globalization of the world economy and the financial system, this escalates the risk of coordination failure in midst of a crisis. This, of course, could have huge spill-overs and repercussions in terms of systemic effects on the global financial system. Of course, the reflection of that is that there is no formal hierarchy among global, regional, sub-regional, and bilateral arrangements.

Many times we do hear statements from officials in Europe and in Asia that stress complementarities between the two types (regional and global) safety nets but no obvious criteria has so far been spelled out. In particular, if we think of an analogy with the international trade system, there is an article, the so-called Article XXIV, which does set a procedure to evaluate the consistency between a plurilateral and multilateral trade agreement. In a way this should also be the case for the global financial system where an empirical finding is this practical inseparability between Regional Financial Arrangements and the IMF. That

has become fairly evident especially if we look at the European case, but not only that. This does not mean to necessarily rule out all sort of sources of competitive pressures. There are certainly some areas where competition is very healthy and beneficial. Clearly one source of healthy competition is the one in terms of information provision, in terms of research and analysis, and also in the formulation, socialization, among policy makers of international best practices.

But there are also some areas where competition may be unhealthy and counterproductive. Let's think, for instance, the involvement of the private sector, and the way in which competition on this front could undermine collective stabilization efforts.

So, what we see is that if conditionality is indeed outsourced, then the relevant agency should really have a clear responsibility and its accountability should be institutionalized exactly the opposite of what we currently observe in the European situation. There are also other principles of course, and the project has not ended yet. Clearly, one of these relates to the super senior status of the IMF. If we recognize that the IMF provides a sort of financial backdrop to Regional Financial Arrangements, clearly this would also imply that it must be accorded super senior status by the Regional Financial Arrangements, as my colleague Randy Hennings has underscored. So with that I think my time is up, and my presentation is also over, so I will give the floor to you Chair. Thank you very much.

# Strengthening Cooperation between Regional Financing Arrangements and the International Monetary Fund<sup>†</sup>

BY ULRICH VOLZ\*

## I. Introduction

The global financial crisis has revived the International Monetary Fund's (IMF) role in the global economy and brought it back to the center stage: the Fund's lending capacity has been quadrupled and demand for IMF support has soared. Moreover, the G20 group of leading economies has tasked the Fund with important new responsibilities in global economic and financial governance such as the Mutual Assessment Process. But the Fund is still facing huge reputational challenges. It is viewed by many as an organization that has been pursuing the interests of its main shareholders and still needs to undergo far-reaching governance reform. Critics also blame it for advocating neo-liberal policies including across-the-board financial liberalization that contributed to financial instability and crisis and giving flawed policy advice in the run-up to and demanding excessive conditionality during times of crises. Even though the IMF has undergone significant changes over the past decade and has revamped its policy advice and lending policy, its reputation is still tarnished in many countries that underwent IMF programs over the last decades, not least in countries in East Asia and Latin America. A lack of trust in or even outright resentment against the IMF and the political stigma associated with IMF programs have led many developing and emerging economies to seek other lines of defense against a potential crisis in order to avoid a situation where they need to call the IMF in again.<sup>1</sup> Besides building up foreign exchange reserves, many countries have sought to arrange bilateral foreign exchange swap arrangements with other countries or seek membership in a regional financial arrangement (RFA).<sup>2</sup>

<sup>†</sup> This note is based on a presentation made at the Seventh International Studies Conference on "Financial Regionalism and Macroeconomic Stability" organised by FLAR in Cartagena de Indias in July 2012. It draws on Volz (2012).

\* SOAS, University of London & German Development Institute / Deutsches Institut für Entwicklungspolitik (DIE).

<sup>1</sup> For a discussion of the IMF stigma in Asia see Ito (2012).

<sup>2</sup> Multilateral development banks have also become providers of IMF-like crisis support. Indonesia, for instance, secured a USD 2 billion Development Policy Loan with a deferred drawdown option from the World Bank in March 2009 (Marino and Volz, 2012: 26).

An RFA can be defined as “an arrangement within which a group of countries pledges financial support to other members of that group that are experiencing balance of payment problems, either through a pool of contributed or borrowed reserves or through the swap of financial assets (usually foreign exchange reserves)” (McKay et al., 2011: 1).<sup>3</sup> While several RFAs have been in existence for decades, they have recently gained more prominence due to the relative weakness of the IMF, its lack of credibility in much of the developing world, and the rise of emerging economies that stand behind some RFAs. Moreover, the European crisis has led to the creation of two temporary arrangements (the European Financial Stabilisation Mechanism, EFSM, and the European Financial Stability Facility, EFSF) and a permanent Eurozone RFA, the European Stability Mechanism (ESM). The rising importance of RFAs calls for an analysis of their prospective role in the international financial and monetary system and their relationship with the IMF.

While RFAs can make important contributions to preventing or combating financial crises at the regional level and thereby contribute to global financial stability, dangers for financial stability may arise if an RFA operates against the Fund rather than with or alongside it (McKay et al., 2011). Against this backdrop, this note addresses two questions: what is the case for cooperation between RFAs and the Fund, and what form should cooperation take?

This note is based on three premises. First, RFAs are an important element of the international financial architecture and not merely “paper tigers” (Eichengreen, 2010). Second, a strong IMF is needed as guardian of international monetary and financial stability, because RFAs cannot substitute for an institution at the global level that maintains a global perspective and is able to provide crisis-support world-wide. And third, RFAs and the Fund can supplement each other and jointly contribute to enhancing stability of the international financial and monetary system.

The next section will briefly outline the motivation for countries to join or establish an RFA. This will be followed by a discussion why more cooperation between RFAs and the Fund is needed. The subsequent section will then discuss modes of cooperation between RFAs and the IMF. The final section concludes.

## **II. Why do regional arrangements exist?**

There are three major reasons why a country may join an RFA. First, RFAs can help to strengthen regional economic and financial cooperation and make a region more resilient

<sup>3</sup> For an overview of major RFAs see McKay et al. (2010, 2011).



in the face of growing regional ties in trade and investment. By improving surveillance of regional financial markets and providing quick support in times of crisis, they can help reduce the risk of financial contagion across the region.

Second, RFAs can supplement Fund lending so that RFA member countries need not rely solely on the IMF. In particular, RFAs can help member countries to bridge temporary liquidity shortages so that they need not apply for an IMF program, or bridge the time until a (larger) IMF arrangement is agreed.

And thirdly, RFAs may be developed as an alternative to IMF borrowing due to dissatisfaction with the IMF. This dissatisfaction may relate to IMF policies (e.g., speed of lending and the conditionality attached), IMF governance and a lack of ownership, and the stigma attached to IMF lending. RFAs may also be used by its member countries to push for reform of the IMF. This point was made very clearly by Guido Mantega (2007: 3), the Brazilian finance minister, in a statement to the IMF's International Monetary and Financial Committee in 2007 in which he envisaged that developing countries "would go their own way [and] seek self insurance by building up high levels of international reserves" and "participat[ing] in regional reserve-sharing pools and regional monetary institutions" if they won't get a greater say in governing the IMF. RFAs are thus also a response to past Fund policies that were judged as inadequate by many member countries and to an outmoded governance structure whose reform is progressing too slowly in their view. RFA member governments may try to develop RFAs into full-fledged alternatives to the Fund if they believe that the stigma of borrowing from the IMF would be too costly politically or the likelihood of substantial governance reform of the Fund is low.

The motivations for the existence of RFAs can be illustrated with the East Asian Chiang Mai Initiative (CMI), which is currently receiving most attention out of the various RFAs. The CMI, which was conceived as a network of bilateral swap agreements among the ten member countries of the Association of Southeast Asian Nations (ASEAN) plus China, Japan and Korea (known as ASEAN+3) in 2000, was launched as a direct response to the strong financial contagion experienced during the Asian financial crisis and the dissatisfaction with the IMF's handling of the crisis.<sup>4</sup> At the time, the Korean economist Il Sakong expressed a widespread notion among East Asian policy makers when he said: "[w]e need to have some kind of defence mechanism. Since not much is expected to be done at the global level, something should be done at the regional level"

<sup>4</sup> The Japanese proposal to create an Asian Monetary Fund in 1997 lacked support from China, among others, and met fierce opposition from the US government, which persuaded the Japanese government to withdraw it.

(Montagnon, 2000: 9). In 2010, the CMI was upgraded into a self-managed reserve pooling arrangement called the Chiang Mai Initiative Multilateralisation (CMIM) and endowed with USD 120 billion of the region's foreign exchange reserves. The CMIM was brought closer towards an "Asian Monetary Fund" when the ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) was set up in Singapore in April 2011. ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors agreed to double the amounts available under the CMIM to USD 240 billion in May 2012.

But although the region has made significant progress in developing an RFA which will soon be endowed with an amount almost equivalent to the IMF's 2008 lending capacity of USD 250 billion, the CMIM (and before the CMI) has never been drawn from and is in fact not fully functional yet. The reason why countries have never turned to the CMI/M, even at times of liquidity shortage during the global financial crisis, is the so-called IMF-link. The IMF link in its original form stipulated that a country can only access 10% of the funds available from the CMI/M without having an IMF program, a share that was later increased to 20%. The implication for Korea, for instance, which was in need of foreign currency liquidity support in 2008, was that it could have accessed USD 18.5 billion under the CMI, but only USD 3.7 billion without IMF program. Korea hence chose to arrange a swap with the Federal Reserve over USD 30 billion (followed by other swaps with China and Japan). Similarly, Indonesia opted for a stand-by loan over USD 2 billion from the World Bank. This suggests that the current IMF link renders the CMIM ineffective, since the stigma of borrowing from the IMF is too costly for East Asian governments, even 15 years after the Asian crisis.

There are indeed many voices in East Asia that call for scrapping the IMF linkage to make the CMIM independent of the IMF and effectively develop the CMIM into a credible alternative to the Fund. Chances are that the CMIM will cut its links with the IMF once AMRO has built up sufficient capacities for surveillance and monitoring of regional financial markets. In May 2012, the ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors already decided "to increase the IMF de-linked portion to 30% in 2012 with a view to increasing it to 40% in 2014 subject to review should conditions warrant" (ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors, 2012: 7.ii). Given today's economic and political importance of the East Asian region, whether or not the CMIM will be developed into a *competitor* of the Fund or an arrangement that will *complement* the Fund's activity will have profound implications for the IMF's designated role as a global lender and guardian of the global financial and monetary system. It is therefore of paramount importance to define the future relationship between the CMIM and the Fund and their modes of interaction.

### III. The need for strengthening cooperation

In contrast to the international trade system, where Article XXIV of the General Agreement on Tariffs and Trade and Article V of the General Agreement on Trade in Services provide rules that govern the relationship between customs unions and free trade areas and the global trade regime under the World Trade Organization (WTO), there is currently no explicit set of rules or formal set of conventions to guide the relationship between RFAs and the IMF (Henning, 2011). So far, cooperation between the IMF and individual RFAs has only taken place on an ad-hoc basis or under informal conventions.

There are, however, good reasons why cooperation should take place *ex ante*, that is, before a crisis breaks out. This would not only reduce the risk that cooperation may fail in the heat of a crisis, it would also save costly time that would be needed to reach an agreement on the modes of cooperation at a time of crisis. The current European crisis has illustrated how difficult it is to develop rescue mechanisms in the midst of a crisis and at the same time define their interaction with the IMF.

Moreover, cooperation between RFAs and the IMF should help to avoid “conditionality shopping” and institutional arbitrage, where crisis countries seek whichever assistance comes with less strings attached, even if it will not provide a sustainable solution to the crisis or delay a resolution. *Ex ante* cooperation between the IMF and RFAs should also minimize duplication, since it would define a clearer division of labor between these institutions. A division of labor and specialization according to the comparative advantage of the respective institutions should generate mutual benefits. It should be noted, however, that cooperation and a division of labor should not preclude institutional competition, which can indeed be very healthy and spark, for instance, a competition of ideas. Moreover, cooperation should ensure that resources provided at one level are additional rather than a substitute for resources provided at another level. Last but not least, cooperation should also prevent a weakening of the IMF’s role as guardian of global financial stability, a role that RFAs cannot assume due to their limited regional mandates.

Seeking further engagement with RFAs also provides a chance for the IMF to rebuild its credibility and overcome its stigma and thereby ensure its continued relevance. The Fund has changed a lot over the past decade: it has become much more transparent, it has overhauled its lending facilities and conditionality, and there have also been advancements in governance reform, even though most would agree that further governance reform is needed. But there is still a deep-rooted resentment against the Fund. To overcome its stig-

ma, the IMF needs to engage with RFAs. Seeking closer cooperation with RFAs provides an opportunity for the Fund to benefit from the credibility that RFAs enjoy in their respective regions. The Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), for instance, is a trusted institution among its membership. The IMF could benefit from closer cooperation with FLAR and other RFAs and win back trust where it has been effectively lost. Cooperation with RFAs should be seen as a chance to bridge the divide and increase regional and local ownership of potential IMF programs.

#### IV. Modes of cooperation between RFAs and the IMF

Under the Korean G20 Presidency, the G20 agreed on a strengthening of the global financial safety net. To this end, the G20 members agreed to also look into the relationship between RFAs and the Fund. This has led to the “G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements” which were endorsed by the G20 leaders at the Cannes Summit in November 2011.<sup>5</sup> The agreement on these principles among the G20 is an important step forward. Yet there are two problems with these “*non-binding* broad principles for cooperation”: they are non-binding and they are *very broad* and hardly go beyond a general agreement that cooperation between RFAs and the IMF is welcome. In particular, they fail to give any hint at how this cooperation should work. Of course, given significant institutional and operational differences between the respective RFAs, it would be counterproductive to impose a narrow framework for cooperation between RFAs and the Fund that takes no account of region-specific circumstances. Yet the G20 Principles are far too broad to be meaningful. More concrete guidelines are needed for organizing inter-institutional relations; a division of labor in crisis lending; the terms of joint financial rescue missions, and for surveillance and analysis.

A crucial issue for framing cooperation between RFAs and the Fund relates to how inter-institutional relations should be arranged (Henning, 2011). This has two dimensions. First, how do RFAs organize their external representation toward the IMF (or other multilateral institutions)? And second, how does the IMF receive representation from RFAs? Since eligibility for IMF membership is currently restricted to member states, Henning (2011) ponders whether membership to the IMF should be extended to regional organizations the same way that the European Union is a member of the WTO. In return, the IMF could be granted observer status by RFAs. An alternative, which would not require changes in

<sup>5</sup> For the “G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements” see G20 Finance Ministers and Central Bank Governors (2011).

the IMF's Articles of Agreements, would be to group member states of RFAs together in multiple-state constituencies at the IMF. While the current multiple-state constituencies in many cases already group together countries of the same region, membership is not always identical with that of RFAs from the respective region. In Latin America, for instance, the seven members of FLAR (Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Peru, Uruguay, and Venezuela) are distributed over three different constituencies (chaired by Argentina, Brazil, and Mexico, respectively). Forming a "FLAR constituency" could be an effective way of representing FLAR in the IMF. A further option, and arguably the easiest, would be to allow RFAs to obtain observer status in the IMF. Europe, although a special case given that 17 European countries share a common currency, could be taken as an example: the IMF's Executive Board has granted observer status to the European Central Bank in 2002. RFAs receiving observer status at the Fund should in turn report and disclose the details of their institutional arrangements with member countries to the IMF to ensure transparency on both sides, and maybe give observer status to the Fund.<sup>6</sup>

A second important issue relates to the division of labor between the IMF and RFAs in crisis-lending. That is, which institution is lending what amounts under what conditions, and should there be any joint lending and if so, under which circumstances? Should RFAs only be providers of short-term liquidity to bridge liquidity shortages, without conditionality, while the IMF steps in only when an economy displays fundamental weaknesses and structural adjustments are needed? Such an arrangement, however, raises two concerns. First, the challenge is to distinguish between a liquidity and a solvency problem, since the transition between these is often blurred, and a liquidity problem can turn into a solvency problem if not addressed quickly. Second, such a division of labor implies that the IMF would only get involved in the cases where painful structural adjustments are needed, which would leave the IMF to play the role of the "bad cop" who takes over crisis management from the RFA after the crisis has worsened. Another, maybe more suitable, option is the establishment of links between the IMF's new precautionary facilities (the Flexible Credit Line, FCL, and the Precautionary and Liquidity Line, PLL) and available contingent financing from the respective RFAs.<sup>7</sup> In the case of the CMIM, the adjustment to the current IMF-link that is needed to make the CMIM fully operational (as argued above) could

<sup>6</sup> See Henning's (2006: 177-178) proposal for a set of principles that RFAs should adopt in order to guide their relationship with the Fund.

<sup>7</sup> In May 2012 the ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors decided to introduce a "CMIM Precautionary Line", a facility modelled upon the IMF's recently developed crisis prevention facilities, but there has been no agreement yet on the details of this facility.

take the form of recognizing the FCL/PLL as a sufficient condition for drawing on the CMIM beyond the first 30%. This would be a way of maintaining an IMF-CMIM link while enabling CMIM member countries to draw on the CMIM without having to undergo a standard IMF program. This would not only facilitate activation of the CMIM, but also soften the Fund's stigma in the region (Henning, 2011). The non-linked portion of the CMIM could also be increased from the current 30%, maybe to 50%. Establishing similar linkages with other RFAs could on the one hand help improve interaction between RFAs and the Fund while on the other hand making the Fund's precautionary arrangements more attractive to member countries.

A third issue that needs to be discussed are the terms of joint financial rescue missions and how these are negotiated. This involves an agreement on the share of contributions by the IMF and the RFA and on the terms of assistance relating to maturity, interest rate, and possibility of renewal (Henning, 2011). Regarding the terms of assistance, the G20 Principles (§5) appropriately demand that "[c]onsistency of lending conditions should be sought to the extent possible". It is also important to maintain consistency with regards to conditionality in order to avoid conditionality shopping, where governments of crisis countries borrow from the financing arrangement that attaches the weakest conditionality to its loan (or none at all). This might lead to a suspension of necessary reforms and increase the danger that the crisis will eventually lead to even bigger problems. A further issue that should be discussed between the Fund and RFAs *ex ante* is the seniority of creditors in case of joint lending in order to avoid conflicts during negotiations at times of crisis.

With regard to cooperation in surveillance and analysis, several concrete steps could be taken: the IMF could invite RFAs to its Article IV surveillance missions and (together with the World Bank) to Financial Sector Assessment Programs, subject to approval by the respective government. The discussion and information exchange during joint missions would not only benefit the overall understanding of the economy in question, but also help to build trust between staff from the IMF and RFAs, which could facilitate cooperation of the respective institutions in times of crisis. Personal exchange and knowledge of the functioning of the other institution could be further enhanced by regular staff exchange and joint training programs. It would be important, however, to ensure that enhanced cooperation does not compromise the independence of RFAs and degrade them to mere subsidiaries of the IMF. Cooperation should not stifle a much-needed competition of ideas and for the best analysis. To this end, it could also be helpful to foster more exchange between the RFAs, given that they are all working on similar issues even if in different regions.

## V. Conclusion

There is a strong case for ex ante cooperation between RFAs and the IMF in order to avoid institutional arbitrage and to ensure efficient cooperation in times of crisis. For the IMF, co-operation with RFAs would also be a way to engage with the different regions and help it to regain credibility and soften the stigma problem that has undermined its role as a guardian of global monetary and financial stability.

While principles and modalities of co-operation should be general enough to account for differences among RFAs, the G20 Principles endorsed at the Cannes Summit in November 2011 are too broad. More specific guidelines are needed for inter-institutional relations, the division of labor in lending, surveillance and analysis, and the terms of joint financial rescue missions. The adoption of a “code of conduct” as proposed by Henning (2006) to guide IMF-RFA relations would be helpful in this respect. The IMF should actively seek to negotiate individual agreements with the respective RFAs, taking into account the regional specifics and differences. RFAs that agree on a formal code of conduct could be granted observer status at the Fund.

## REFERENCES

- ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors** (2012). “The Joint Statement of the 15th ASEAN+3 Finance Ministers and Central Bank Governors’ Meeting”, Manila, 3 May, [http://www.mof.go.jp/english/international\\_policy/convention/asean\\_plus\\_3/as3\\_120503.pdf](http://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/asean_plus_3/as3_120503.pdf).
- Eichengreen, B.J.** (2010). “Regional Funds: Paper Tigers or Tigers with Teeth?”, in: Regional and Global Liquidity Arrangements, U. Volz and A. Caliri (eds.), Bonn: German Development Institute: 39-40.
- G20 Finance Ministers and Central Bank Governors** (2011). “G20 Principles for Cooperation between the IMF and Regional Financing Arrangements”, 15 October, [http://www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank\\_objects/ANG\\_G20\\_Principles\\_for\\_Cooperation\\_between\\_the\\_IMF\\_and\\_Regional\\_Financing\\_Arrangements.pdf](http://www.g20-g8.com/g8-g20/root/bank_objects/ANG_G20_Principles_for_Cooperation_between_the_IMF_and_Regional_Financing_Arrangements.pdf)
- Henning, C.R.** (2006). “Regional Arrangements and the International Monetary Fund”, in Edwin M. Truman (ed.): Reforming the IMF for the 21st Century, Special Report 19, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 171-184.
- Henning, C.R.** (2011). “Coordinating Regional and Multilateral Financial Institutions”, Working Paper No. 11-9, Washington, DC: Peterson Institute for International Economics.

- Ito, T.** (2012). "Can Asia Overcome the IMF Stigma?", *American Economic Review: Papers & Proceedings* 2012, 102 (3): 198-202
- Marino, R. and U. Volz** (2012). "A Critical Review of the IMF's Tools for Crisis Prevention", *DIE Discussion Paper No. 4/2012*, Bonn: German Development Institute.
- McKay, J., U. Volz and R. Wölfinger** (2010). "Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System", *DIE Discussion Paper No.13/2010*, Bonn: German Development Institute.
- McKay, J., U. Volz and R. Wölfinger** (2011). "Regional Financing Arrangements and the Stability of the International Monetary System", *Journal of Globalization and Development*, 2 (1): Article 1.
- Montagnon, P.** (2000). "Japan Offers Plan to Avoid Another Asian Crisis: Proposal for Network of Currency Swaps Receives Cautiously Positive Response", *Financial Times*, 6 May: 9.
- Volz, U.** (2012). "The Need and Scope for Strengthening Co-operation between Regional Financing Arrangements and the IMF", *DIE Discussion Paper No. 13/2012*, Bonn: German Development Institute.



# **Regional Safety Nets and the IMF: Leveraging Strengths**

*By* LORENZO GIORGIANNI\*

I thank the organizers for the invitation. It's a great conference I think that the theme of the conference is very much appropriate given events in Europe and how these could impact future cooperation between Regional Financing Arrangements and the IMF.

So, what I'll try to do is to step back and provide an analytical and quantitative backdrop to issues that have to do with the design of global financial safety nets and the cooperation and the roles of regional financing arrangements in respect of a global institution like the IMF. And I'll start by mapping the global real and financial sector linkages and talk about how these linkages have evolved over time and have introduced latent systemic risks in the global financial system. And then how, in response to this changing landscape, global financial safety nets have been adapting, including how the Fund has adapted over the last few years.

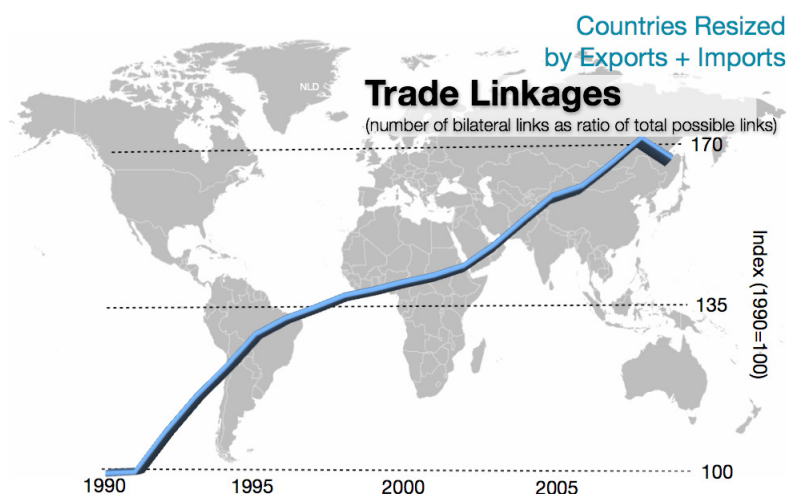
So the first part of the presentation is on mapping linkages and the type of crisis risks we face nowadays. It's uncontested that over the last 20 years both real sector linkages and financial sector linkages have escalated dramatically (Graph 1 and Graph 2). And, one key feature of the growing global interconnectedness is that this is driven by core nodes of the global network, which are dominated by financial centers and other advanced economies (Graph 3). And as a result, global factors have been playing an increasingly important role in transmitting liquidity and solvency shocks throughout the system.

So the first point is that at the core there are a number of advanced economies that source financial assets to the rest of the world, namely the emerging market countries and other smaller advanced economies. Graph 4 and 5 give you a sense of the order of magnitudes. In Graph 4, the stock of portfolio investments in advanced economy instruments is about \$120 trillion. The equivalent for emerging market economies is about \$20 trillion. A structural shift has been taking place over the last few years with the decrease in home bias by advanced economy investors and therefore more investment going to

\* Deputy Director, Strategy Policy, and Review Department, International Monetary Fund.

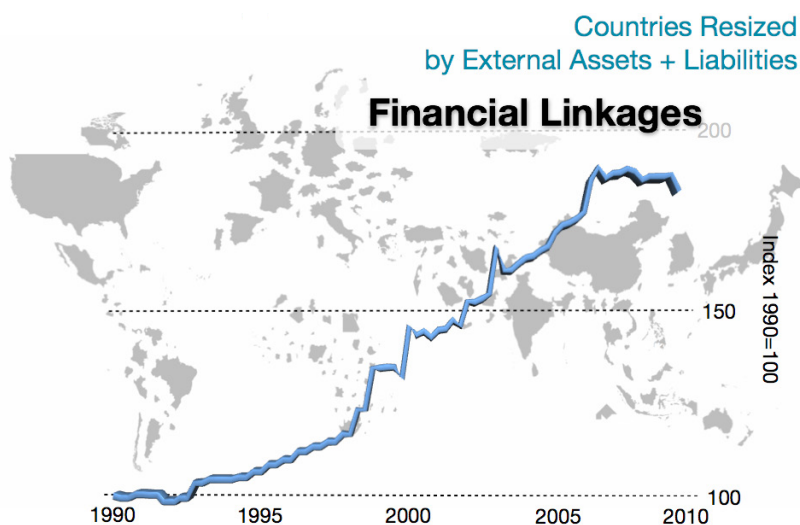
emerging market countries. What this means is that, for example, a 5% shift out of portfolio investments in advanced economy instruments--so 5% of \$120 is \$6 billion--means a 30% increase in investments in emerging market economies. So there's really a risk that a small shift in advanced market investment allocation can overwhelm emerging market economies.

GRAPH 1



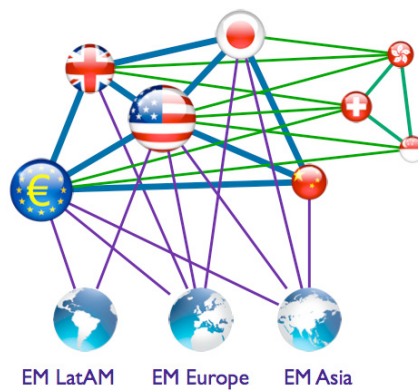
Source: Author's calculations.

GRAPH 2



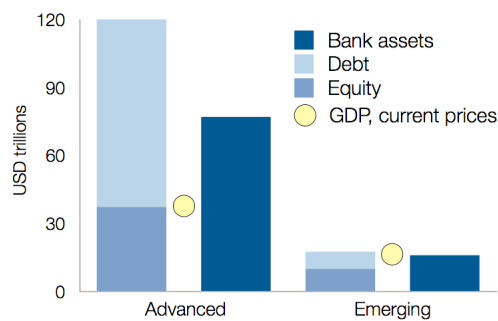
Source: Author's calculations.

GRAPH 3



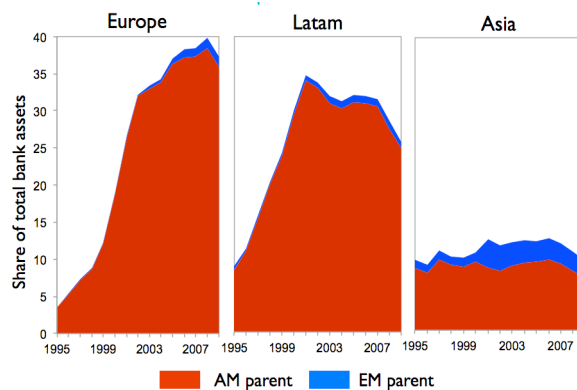
Source: Author's calculations.

GRAPH 4



Source: International Monetary Fund.

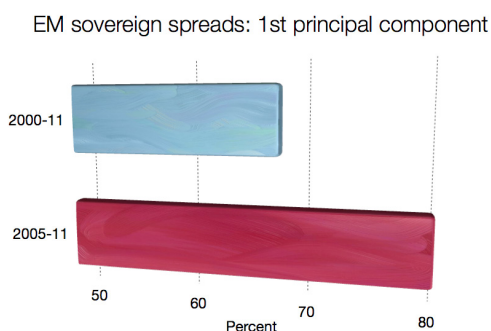
GRAPH 5



Source: International Monetary Fund.

The second point is that together with increased financial linkages, we are witnessing an increased role of global factors in driving both prices of financial assets and quantities that are exchanged cross border. Graph 6 illustrates in a heuristic manner the increased role of global factors here measured by the first principal component of emerging markets sovereign spreads. And you can see, over the last eleven years the first principal component accounted for almost 70% of total variation in EM spreads.

GRAPH 6

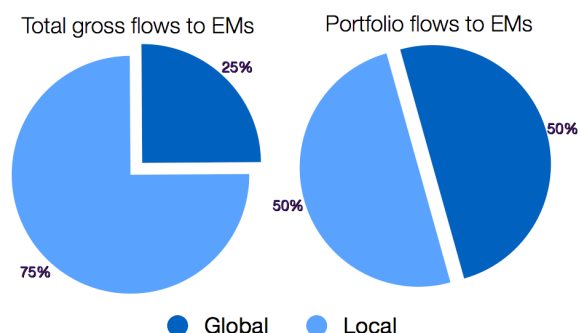


Source: International Monetary Fund.

And if you focus on the more recent sample, indicating that global factors are taking a larger role, the share of the variation of emerging market sovereign spreads accounted for by the first principal component, has risen to 80%. The evidence on importance of global factors in driving quantities is less stark than that in driving prices, but is still quite important. There are a number of empirical estimates out there, but typically you find that about 25% of total capital flows<sup>2</sup> to emerging markets are driven by global factors as one can see on the left hand side of Graph 7. Portfolio flows are more sensitive to global factors, as about half of the variation of portfolio flows that go to emerging markets can be explained by global factors. So, there is a pull factor that is as strong as a push factor when it comes to portfolio flows. Even a casual look at portfolio flows over the last couple of years (Graph 8), shows that you have these dips when there are bad global news: stress in Greece, program in Portugal, bank stress in Europe, US downgrade, and so forth. So there is this sense that global factors are becoming more important in driving both prices and quantities of financial assets.

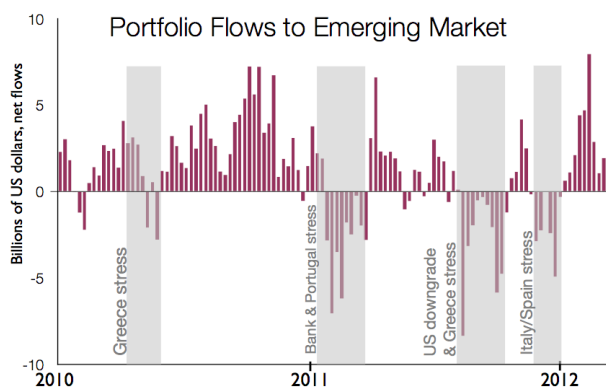
<sup>1</sup> Total capital flows include Foreign Direct Investment, banks, and portfolio flows.

GRAPH 7



Source: International Monetary Fund.

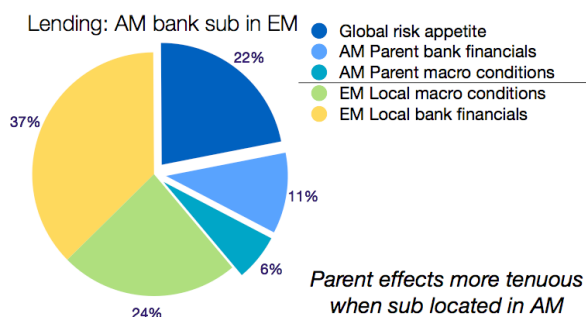
GRAPH 8



Source: EPFR: Bond and equity ETFs and mutual funds

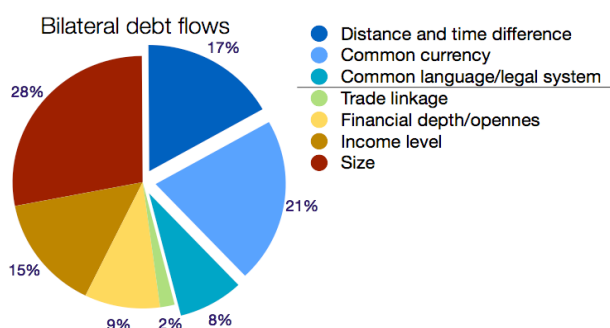
Source: EPFR: Bond and equity ETFs and mutual funds.

GRAPH 9



Source: EPFR: Bond and equity ETFs and mutual funds.

GRAPH 10

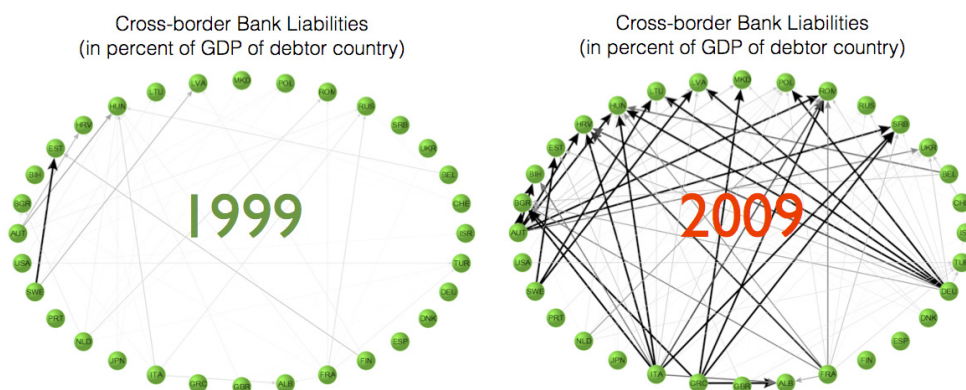


Source: EPFR: Bond and equity ETFs and mutual funds.

And there is also an interesting phenomenon, which I think there are different ways of getting to the bottom of it: a tendency for regional agglomeration. Estimating a gravity model of cross border bilateral financial flows, you get that about half of the factors that explain the variation in bilateral flows--why a country exchanges assets with another country--is driven by factors such as distance, time difference, common currency, common language, that is typically regional factors. Graph 10 shows debt flows, but one gets the same picture for bank flows.

And, if you want to have an even starker sense of regional agglomeration, the easiest thing to do is to look at the cross border bank liabilities in Europe and how these have evolved over time (Graph 11). In 1999 at the start of the Euro Area, there were sparse con-

GRAPH 11



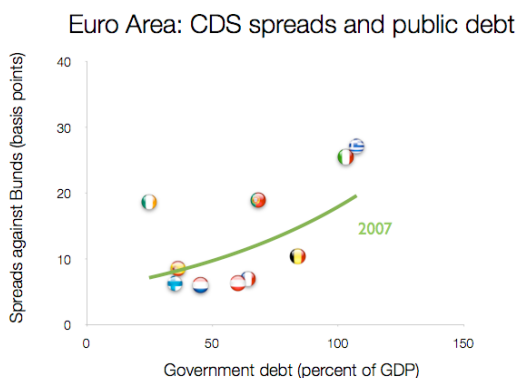
Source: International Monetary Fund.

nections between these dots, which comprise mostly European country banks, and include the U.S., Japan and a few other key financial centers. Ten years later the web of connections shows a massive increase in bank flows from source countries to a number of recipient countries like in the Baltics, Hungary, Ukraine, Greece, Portugal, Ireland, and so forth.

Another interesting phenomenon of this increased interconnectedness is the fact that linkages tend to get stronger in times of acute stress. So correlations increase in times of acute stress. Here focusing on the Euro Area again, Graph 12 shows the relationship between government debt in percent of GDP on the horizontal axis, and sovereign spreads relative to German bunds on the vertical axis. An upward sloping line, as you would expect. I'm going to just simply resize this picture. Graph 13 is the same chart but just with a much wider range on the Y axis, and I'm going to plot this line for the following years after 2007. So, after the crisis you see that the relationship steepens and it continues to do so over time. What this means is that there is a reappraisal of fundamentals in times of stress that increases correlations, and creates a tendency for liquidity shocks to, if they're persistent, to intensify and turn into systemic, more solvency-type shocks. There is also a tendency for feedback loops to become more entrenched. Again, looking at Europe, perceptions of risk in banks and perceptions of risks of sovereigns have tended to intensify during the crisis.

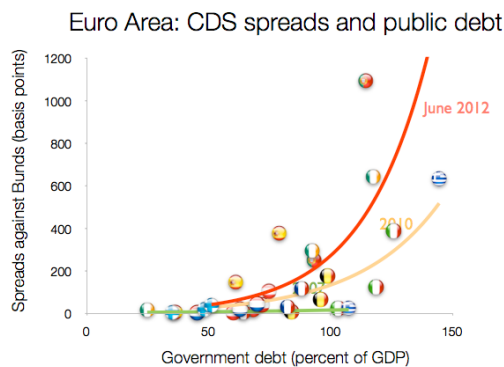
Graph 14 shows the CDS spread of banks and sovereigns, they are all bunched up at the bottom left corner, at the beginning of the crisis. Over time (Graph 15), these correlations have intensified. And so there is an aspect of increased linkages at times of stress, but there is also an aspect of uncertainty because you never know by how much these correlations, these linkages will intensify in times of stress.

GRAPH 12



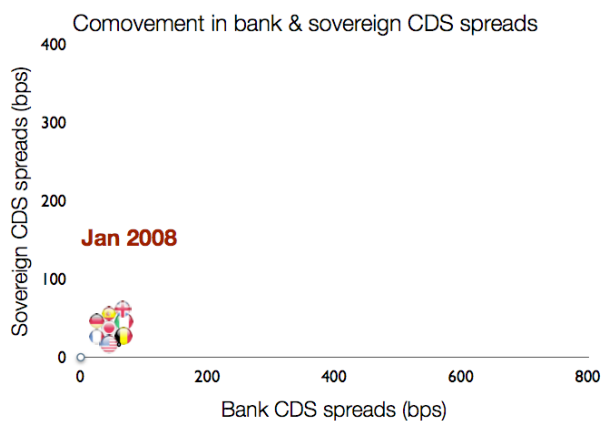
Source: International Monetary Fund.

GRAPH 13



Source: International Monetary Fund.

GRAPH 14



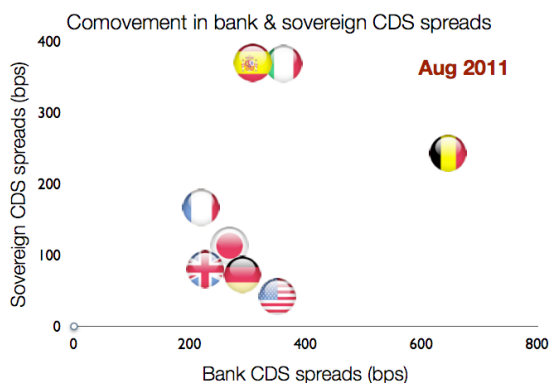
Source: International Monetary Fund.

Here going beyond Europe, I am going to show a couple of other graphs that try to chart out the impact of a shock in US real GDP growth on the rest of the world. And the measured impact will be different whether you just focus on the channels of transmission of the shock: the impact is small focusing only on real channels; “turning on” financial channels, the impact is larger (Graph 16). And if you allow for the type of non linear effects discussed above that kick in in stressful conditions, then the impact is even larger.

And a similar picture you get when you try to decompose the variation of industrial production of emerging market countries and G7 economies, and how much of that is explained by own country factors and by factors that are external to these groupings (Graph 17). So,

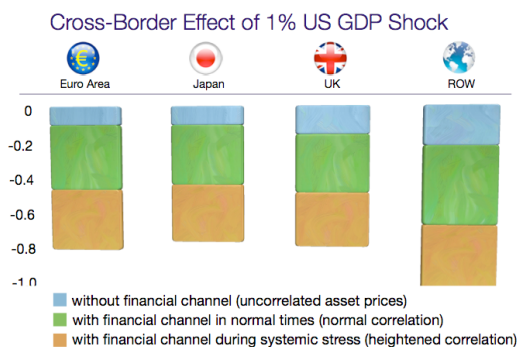


GRAPH 15



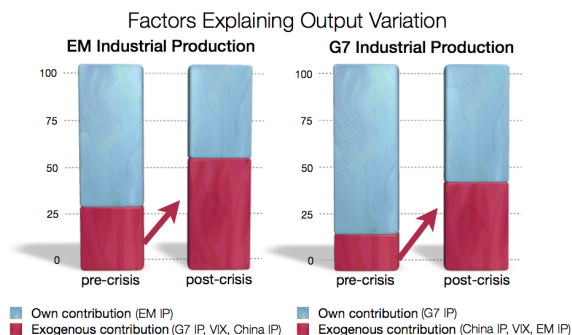
Source: International Monetary Fund.

GRAPH 16



Source: International Monetary Fund.

GRAPH 17



Source: International Monetary Fund.

prior to the crisis, 25% percent of the variation in emerging market industrial production was driven by exogenous factors, say, output in G7 and the VIX and the likes. This doubled to 50% after the crisis. And you see a similar phenomenon for output variation for G7 economies.

So linkages get stronger over time, and more so in times of stress. It's difficult to know by how much. So when you put it together you have a complex picture (Graph 18) of financial linkages that get stronger and more uncertain as shocks occur making for a dangerous mix that make financial networks prone to crisis.

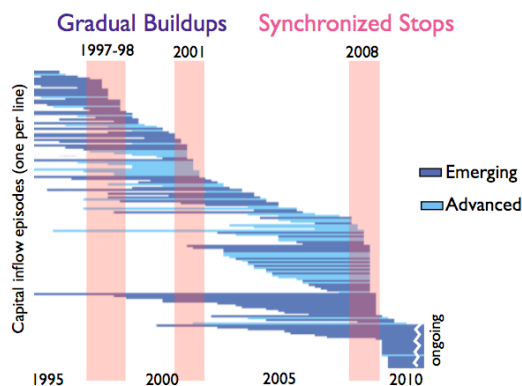
I will show you a couple of charts that try to capture the sense of recurring financial booms and busts, and how these tend to manifest themselves in sudden events that might start in one country and propagate to others, and end up involving a large number of countries. In the shaded areas of Graph 19 you see three sudden stops. In the first two, 50%

GRAPH 18



Source: Author's elaboration.

GRAPH 19



Source: International Monetary Fund.

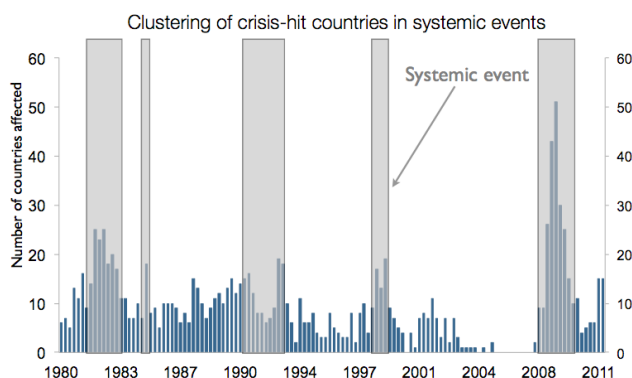
of the countries that had benefited from capital inflows in the previous years, experience a sudden stop more or less at the same time. In the global financial crisis of 2008, 80% of the countries that had enjoyed a boom experience a sudden stop in a synchronized retrenchment of capital flows.

There is also a tendency over time for crises to propagate and turn systemic. Graph 20 shows the number of countries that are under stress at any point in time. And you see that the number of countries that are affected tends to cluster around certain events. In the 80's, it's the debt crisis in Latin America; in the early 90's, it's the Nordic banking crisis plus the ERM crisis; then in the late 90's, it is the Asian crisis plus the failure of Long-Term Capital Management during the Russian default; and of course in 2008 and '09 it's the global financial crisis.

And, so, there has been a tendency for these liquidity shocks that might originate at the epicenter, to propagate through the global financial network turning liquidity shocks into systemic crises (Graph 21). One feature of systemic crises is that they tend to impact countries that went into the crisis with strong fundamentals. And the presence of "crisis bystanders" has increased over time. About 60% of emerging market countries that were affected in the last global financial crisis were countries that when judged *ex ante* didn't have any apparent strong vulnerabilities (Graph 22).

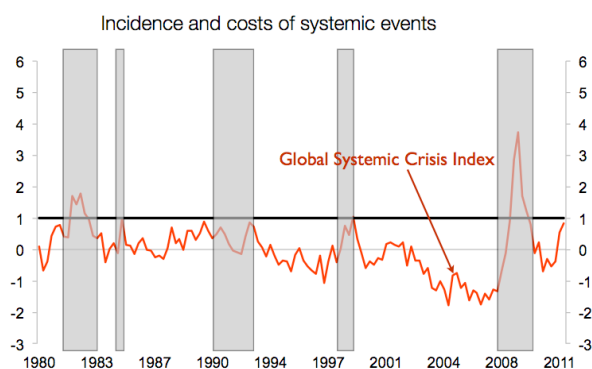
So, how can we think about, in a sort of simple chart, what all of this complex web of financial linkages means? Stepping back, if you look at linkages from an individual country perspective, more linkages (that is, going up on the X axis of Graph 23) reduce the risk of crisis because more linkages from a country's perspective means greater financial diversification.

GRAPH 20



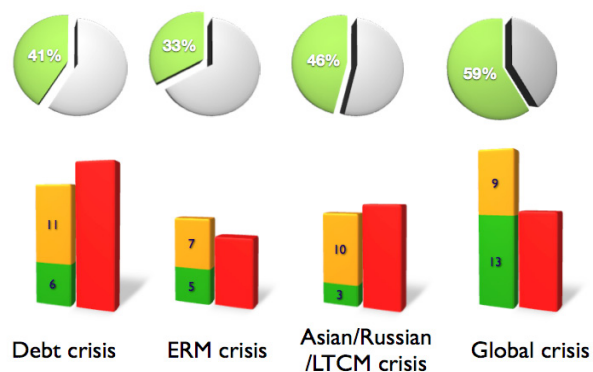
Source: International Monetary Fund.

GRAPH 21



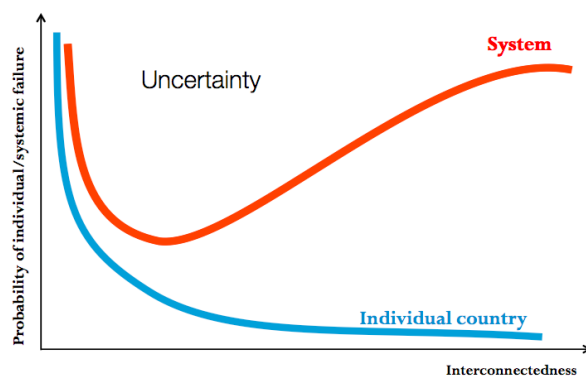
Source: International Monetary Fund.

GRAPH 22



Source: International Monetary Fund.

GRAPH 23



Source: Author's elaboration.

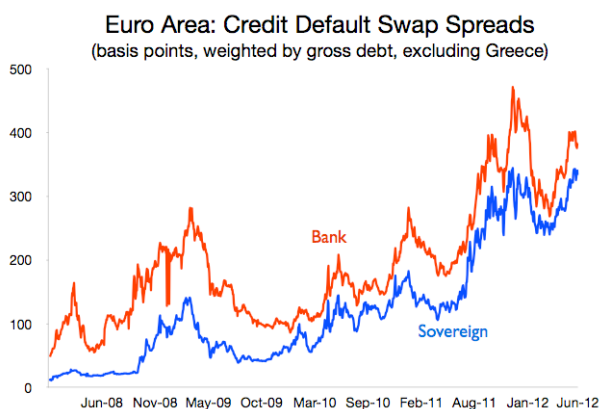
But there is another aspect of this trade-off between linkages and risks and benefits, which is if you look at the impact of interconnectedness on the stability of the network itself. So, from the perspective of the network, more linkages might mean that the network might become more prone to systemic risk. And the more so if there is uncertainty about who is owing what to whom. So there are these shifts of systemic risks inherent to systemic stress where investors suddenly realize that they don't know who's holding what.

With this backdrop in mind, what should be the appropriate design of global financial safety nets? The first implication of increasing linkages and the risk of systemic failures points to the importance of risk sharing mechanisms that pool risks across the widest possible dimension, geographically, and across asset classes. And, by converse, it points to the limited effectiveness of regional financing arrangements to combat crises that tend to have a regional dimension or even a global dimension. Effectively, increased correlation means inability to pool risks within a region.

So Graph 24 shows bank and sovereign risks in Europe: the more bank risks and sovereign risks are correlated in Europe, the more difficult it is for Europe itself to get itself out of the crisis without external help.

And the second important observation is that these increased linkages point to the need to have tools that, through the provision of liquidity, act as circuit breakers and prevent contagion to take place in this interconnected network. The more circuit breakers we have the more we can ring fence crisis bystanders from a localized shock from propagating through the network.

GRAPH 24



Source: International Monetary Fund.

How has the Fund responded during the crisis? We have adopted our lending tool kit to make sure that our lending instruments are more useful to our diverse membership. We have introduced credit lines that require very little or no conditionality whatsoever because we want to be able to protect those members that have strong initial policies and fundamentals by providing automatic financing without intrusive “conditionality”. And of course, at the other end of the spectrum, we also need to have instruments that allow us to provide financing but also to facilitate adjustment and lend credibility to the adjustment process through ex post conditionality. If RFAs want to also be effective at preventing crises and breaking these links, they should develop such type of instruments that are more geared towards crisis prevention. Both in Europe and in the Chiang Mai Initiative there has been active discussion and even progress in this area.

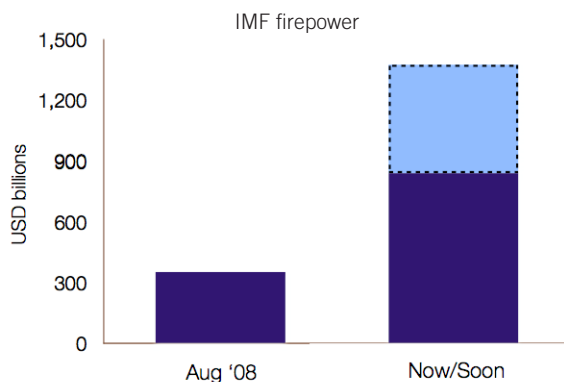
The second aspect is that if advanced economies are conduits of shocks in this increasingly interconnected global financial network, what this means is that shocks will

GRAPH 25



Source: Author's elaboration.

GRAPH 26



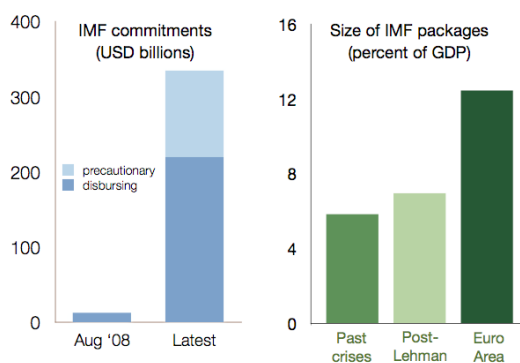
Source: International Monetary Fund.

likely be big, requiring bigger resources to deal with them. The Fund over the crisis period has tried to strengthen its resources. We have in fact plans to quadruple our resources by the beginning of next year. Given that the global financial network is characterized by a number of core, sizable nodes, there is an advantage in combating crisis by “throwing a lot of money at it.” And this is effectively what we have done during the global crisis.

Before the crisis the amount of commitments of the Fund were about \$13 billion or so. By now the commitments of the Fund are more in the order of \$330 billion. And a lot of those commitments are for precautionary instruments like the flexible credit lines for Mexico, Colombia and Poland. We have also increased the amount of financing per program: the right hand side Graph 27 shows that we tended to lend about 6% of the GDP in the large capital account crises of the past; in the first wave of programs that came after the Lehman shock we instead increased that to about 7.5% of the GDP, and of course for the countries in the Euro Area like Greece, Ireland and Portugal the size of financial packages has been much larger given the larger needs. What this large and upfront financing has done is to open policy space for countries that have benefited from the IMF resources.

Graph 28 shows the change in the primary balance by different groups of countries: those that have used the FCL, on impact in the first year after tapping the FCL have been able to widen the deficit. The finding is similar for the program countries that have come to the Fund right after the Lehman shock. This is less apparent as the crisis has progressed. For example, Euro Area countries have faced large adjustment needs. And, compared to the past, on the left hand side of Graph 28, policy accommodation is quite noticeable. And, in orange, the graph shows the cyclically adjusted change in the primary balance. Basically, the same story holds, both in unadjusted and adjusted terms; that is, IMF financing

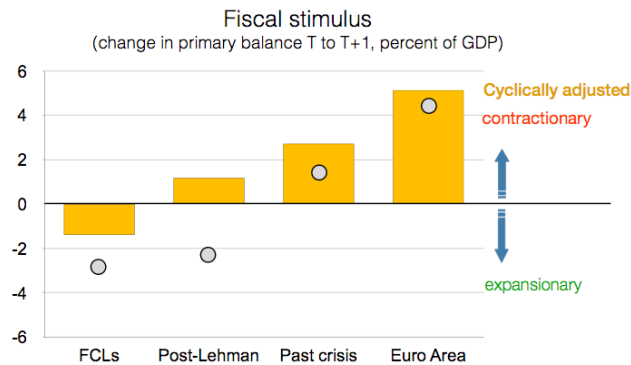
GRAPH 27



Source: International Monetary Fund.

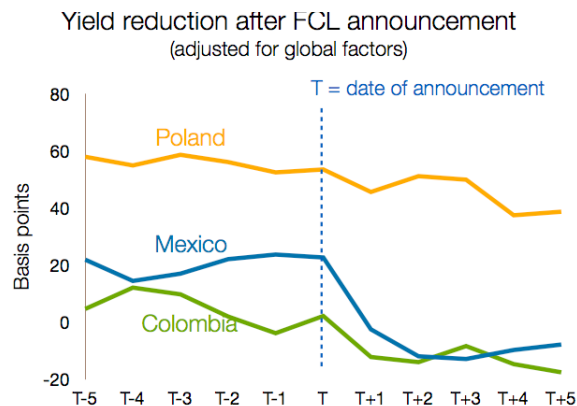
in the recent crisis has opened more policy space for countries to accommodate the shock than was in past crises.

GRAPH 28



Source: International Monetary Fund.

GRAPH 29



Source: International Monetary Fund.

It's also important to have in place adequate means to provide liquidity to increasingly interconnected banking systems globally. This is particularly important in integrated regions like the Euro Area. The benefits of this are evident from the large recycling of liquidity that the Eurosystem (the European Central Bank) is doing in the Euro Area, where countries that have current account deficits like Greece, Portugal and Ireland are able to borrow from countries that have current account surpluses through the Target 2 system, effectively enabling these countries to adjust in a smoother manner than would have been otherwise, as these countries are effectively not fully cut off from funding. When the pri-

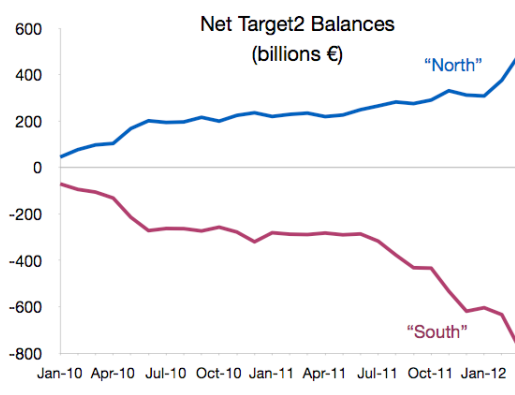


vate sector is unwilling to provide funding to their banks, the European Central Bank has been stepping in through the refinancing operations allowing to recycle liquidity within the Euro Area. So, having these mechanisms that allow central banks to recycle liquidity is extremely important for the absorption of shocks in a smoother manner.

There is a role for stronger global surveillance. And here what the Fund has tried to do in response to the new and more interconnected landscape is to focus on understanding the spillovers across countries. We have launched this initiative of preparing spillover reports last year. We are trying to understand better the macro financial linkages. Some of the graphs you have seen here are just the tip of the iceberg of the work that we are doing at the Fund in trying to map out cross border financial linkages. Still we face severe information gaps as we do not have access to a lot of data that would be useful in better understanding the global financial system. We can certainly do more in this area. We have also focused more on risks in trying to connect the dots better. We have launched a series of early warning exercises. And we have mandated greater focus on risk assessments in our regular surveillance missions to countries.

And, finally, what we would like to do, and this is an agenda for the rest of the year, possibly going into next year, is receiving a stronger mandate to have the capacity to do surveillance of the system as a whole, the global financial system as a whole as opposed to of the individual members of the IMF, which is the current mandate under the Article IV. So we are working in trying to draw up a new legal framework that would enable us to look at the system as a whole and therefore to provide policy recommendations that are globally consistent.

GRAPH 30



Source: International Monetary Fund.

# **Lessons of Europe's Crisis for Monetary Integration and Cooperation in Latin America**

*By* BARRY EICHENGREEN\*

One of the pleasures of teaching at Berkeley is that I occupy an office next door to Brad DeLong. Brad is famous for many things, including his blog, but he has this habit of insisting that people mark their beliefs to market - that you periodically review the statements you've made and conclusions you've drawn in the past. Anyone who works on regional monetary integration clearly should be doing this at the moment in light of events in Europe. For decades Europe has been the inspiration for monetary integration around the world, not least in Latin America. The question is whether it now should be more of a cautionary tale than an inspiration.

In my remarks I will review the consensus, such as it is, about European monetary integration. And ask, what is it that we knew going back twenty odd years that people have been studying the run up to and operation of the euro? What did we not know? And what do the answers imply for Latin America? I want to ask whether there is a danger of throwing out the baby with the bath water. In other words, might Europe's negative experience since 2009 now cause other regions to turn away prematurely from monetary integration? Or is it in fact entirely appropriate in this case to throw the baby out with the bath water and to conclude, in light of Europe's experience, that deep monetary integration is not an appropriate and desirable goal?

First, what we knew. Prior to the advent of the euro, there was a very large literature organized around the theory of optimum currency areas and the extent to which Europe satisfied the conditions for a smoothly-functioning monetary union. A number of the conclusions of that earlier analysis have stood the test of time, but subsequent experience has not been equally kind to others.

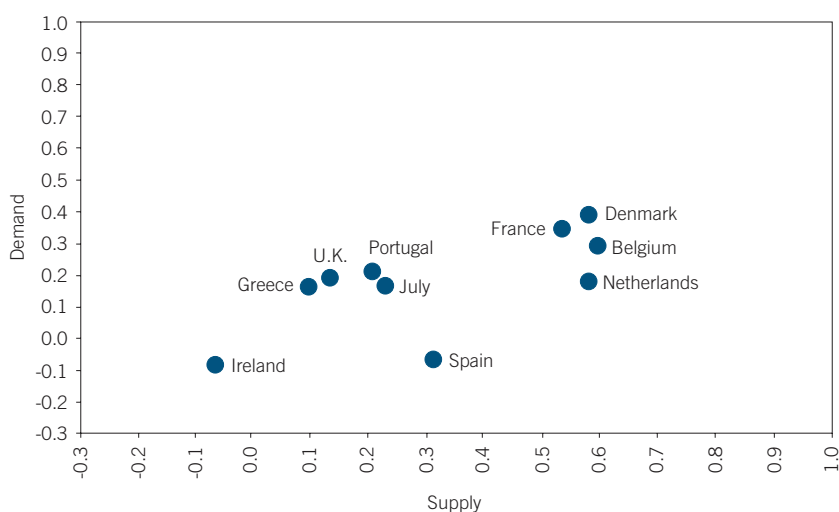
The early literature pointed out, accurately, as events transpired, that operating a monetary union at the European scale would be, to put it politely, challenging. And further, that a large monetary union encompassing both northern and southern Europe was especially likely to be problematic.

\* Professor, University of California, Berkeley.

Graph 1 displays the correlation of shocks between Germany, the anchor country in the prospective European monetary union, and its prospective partners. It shows how closely correlated aggregate supply disturbances were with Germany's along the horizontal axis and how closely correlated aggregate demand disturbances were with Germany's along the vertical axis. We see that countries are divided into a European core at the upper right and a European periphery at the lower left. The members of the European periphery identified here as singularly poor candidates for a European monetary union with Germany were Greece, Italy, Portugal, Spain, and Ireland, along with the U.K., which in the event stayed out. This is either a profound insight or awfully good luck, in that the methodology identified precisely what the problem countries would be on the basis of historical data that ended in 1990. We got a lot of grief for publishing this set of results and drawing strong conclusions from them. In particular we got grief from people who argued that historical evidence was inaccurate and an uninformative guide to the symmetry or asymmetry of disturbances in Europe's prospective monetary union.

For example, Jeffrey Frankel and Andy Rose argued that the Optimum Currency Area (OCA) criteria are endogenous. In their mid-1990s NBER Working Paper they argued that the OCA criteria are endogenous, that with the further commercial and financial integration resulting from monetary union disturbances would become more symmetric, and

GRAPH 1\_CORRELATION OF SUPPLY AND DEMAND DISTURBANCES WITH  
GERMAN SUPPLY AND DEMAND DISTURBANCES

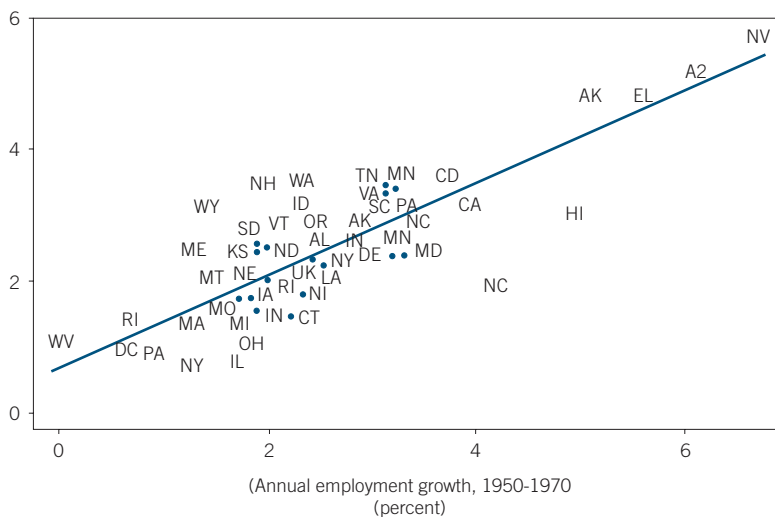


Source: Bayoumi and Eichengreen (1992).

that as a result it would be easier for the members to live with the same monetary policy. Here is a case where the early literature did not get things right. Disturbances related to patterns of real economic activity as captured by cross-border greater linkages may have grown less asymmetric with the move monetary union, but financial disturbances - those associated capital flows, for example - did not obviously grow more symmetric. It is true that the stance of monetary policy instruments, namely the ECB's policy rates, became more similar with the monetary union by definition. But the monetary policy transmission mechanism and therefore the impact of the common policy continued to differ, reflecting differences in bank structure and in mortgage market institutions across member states.

The early literature also highlighted the importance of labor market flexibility. Here I have another figure (Graph 2) from twenty years ago, drawn from influential Brookings paper by Blanchard and Katz. They looked at employment growth in successive periods - the first period on the horizontal axis, second period on the vertical axis. They showed that while some states had persistently higher employment growth rates, there was a pronounced tendency within the U.S. economic and monetary union for labor to move. They concluded on the cautionary note, observing that labor mobility within the European monetary union was lower. Subsequent experience has borne out their view. Europe was hit by a massive asymmetric shock at the end of the last decade. The inability and reluctance of

GRAPH 2\_PERSISTENCE OF EMPLOYMENT GROWTH RATES ACROSS U.S. STATES  
1950-1990



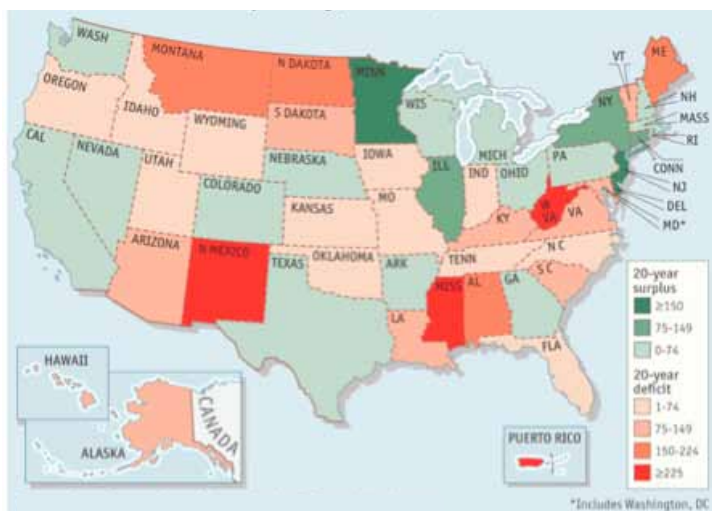
Source: Blanchard and Katz.

labor to move from the depressed Euro Area periphery to the still growing Euro Area core has now manifested itself in a problem of unemployment rates that are two to four times as high in the periphery as they are at the core.

In the absence of labor mobility, an extraordinary high level of wage flexibility is needed in order to accommodate asymmetric shocks in a monetary union. Here again there were those who suggested that the degree of wage flexibility was endogenous -and, in particular, that it was endogenous to the monetary regime- and, by implication, that it was likely to increase once it was no longer possible to resort to exchange rate adjustments to restore competitive balance. Clearly, the optimists who made that argument have been disappointed.

A final implication of the early literature, this one due to Peter Kenen, was of course that Europe lacked a fiscal system, something that was likely to create serious problems for the Euro Area. This is something that The Economist Magazine has colorfully reminded us of recently in the American context. If you add up net fiscal transfers within the U.S. monetary union and you allocate FDIC-bank related spending, the result is very large inter-state transfers, the range of 100 to 200 percent of state GDP. This is transfer union with a vengeance. It is what makes the U.S. system work, and something to whose creation there is very considerable resistance today in Europe.

GRAPH 3\_FEDERAL TAXES MINUS SPENDING  
1990-2009, AS % OF 2009 GDP



Source: Census Bureau. International Revenue Service. The Economist estimation.

Summarizing the first point, I think that contributors to the early literature understood that the smooth operation of a monetary union had non-negligible preconditions. They understood that the euro was a gamble, I can't resist quoting another of my Berkeley colleagues, Maurice Obstfeld, again in a 1997, before the euro, in a Brookings paper:

"My conclusion is that the current uncertainty over EMU flows directly from the internal macroeconomic tensions of the main European countries, tensions that are unlikely to disappear as a result of the single currency alone. EMU is a gamble that can be won in the long run only if it overcomes the existing political stasis to force fundamental fiscal and labor market reform in its member states. If Europe's leaders cannot do an end run around domestic opposition in the name of European integration, EMU could prove unstable."

That's what we knew. And then went on to try to forget as quickly as possible. What then didn't we know about monetary union? Many things no doubt. Of these I will highlight two and a half points. The first point is that monetary union does not guarantee convergence. Official rhetoric had suggested with hard money there would be a tendency for the Euro Area's low income countries to catch up with its economic leaders. While the transition to the euro and decline in interest rates did give a temporary boost of growth in the euro area periphery, this was not sustainable. Growth requires investment; it requires structural and institutional reform. If you look across the entire period, 1999 through 2008, the correlation between initial per capita incomes and subsequent economic growth was zero at conventional confidence levels. To the extent that there is any correlation at all it was weakly positive.

Second, the early literature underestimated the potential for destabilizing capital flows in an integrated monetary zone. With the transition to monetary union there was a tendency for capital to flow toward countries where for a variety of reasons, not all of them good, interest rates had previously been high, demand being strong, those countries then experienced relatively high inflation and growing competitiveness problems leading to the inevitable sudden stop.

The third thing we didn't know-this is actually point two and a half, since I am going to argue we did know this third point but it was neglected and overlooked - was the need for bank supervision and regulation at the level of the monetary union, together with common deposit insurance and a common resolution authority. In a sense it is not entirely surprising that people were unaware of the need for bank supervision and regulation at the level of

the monetary union. After all, when Mundell coined the phrase “theory of optimum currency areas” we didn’t have large cross-border banks. We didn’t have integrated banking systems. So we can’t blame this omission on Mundell. But allow me an additional quote.

“Decentralizing bank regulation within a monetary union may be problematic. First there is the danger of competitive deregulation. European banks have traditionally enjoyed a favored position in their home markets. The Single European Act will intensify competition between them and allow intermediaries to better exploit economies of scale and scope, ultimately driving some banks out of business. National authorities will be pressured to extend regulatory advantages to domestic banks, as their profits still accrue primarily to domestic shareholders who are domestic residents. But many of the costs of competitive deregulation, in the form of financial instability, will be incurred by the Community as a whole.

A second problem with decentralizing responsibility for bank regulation is that market integration will blur the borders between national systems. The more banks operate in several European countries, the less clear it will be which national authority is responsible for oversight. The European Community’s Second Banking Directive specifies that banks should be supervised by their home countries, although host countries are responsible for liquidity standards.”

Concluding:

“Greater centralization of regulatory functions would avoid such confusions.”

This is from my 1993 article in the *Journal of Economic Literature*. Some of us evidently understood the dangers of monetary union without banking union.

Finally, what about the implications for other regions? First, it’s important to be sure that the preconditions for a smoothly functioning monetary union are met before moving to a regional currency. In technical terms, it is reckless to place too much faith in the endogeneity of the optimum currency area criteria. Some business cycle disturbances like those related to trade may grow more symmetric with monetary integration, but others like those related to financial flows may grow less so. Labor market flexibility in the form of worker mobility or wage flexibility will not automatically rise to compensate for the absence of the exchange rate as an instrument of adjustment. Crisis conditions can help to force the pace of some of these changes as is arguably happening in Europe at the moment, but at a high

price. The same point applies to the convergence of economic structures and levels of economic development. There is no guarantee that monetary integration will accelerate the pace of such convergence, insofar as differences across countries in structure and policy reflect domestic distortions. Monetary integration may only amplify their effects, leading to yet more divergence, as in the theory of the second best.

If monetary union requires a certain uniformity of economic structures and levels of development in order to operate smoothly, then it is important that such uniformity be achieved before moving to deep regional monetary integration rather than assuming it can be achieved thereafter. The same point applies to fiscal discipline. Whether the member states would exercise adequate fiscal discipline was an issue in Europe's monetary union from the start. The idea that this would incur endogenously, once the possibility of money finance of budget deficits was removed, has clearly shown to be wrong. The idea that market discipline would then force fiscal balances similarly been shown to be false, given that market discipline is erratic at best. But the notion that fiscal discipline could be imposed from outside, in the form of rules or obligations at the level of the monetary union, has failed to fair better.

Sovereign states are reluctant to give their monetary union partners control of their fiscal policies. We see that today in Europe in discussions of the fiscal compact and debt mutualization. If there is going to be fiscal discipline, it will have to be grown at home. It will have to be achieved through self-imposed fiscal rules, in Europe and elsewhere. Those rules can be embedded if necessary in the national constitutions of the member states. They facilitated by budgetary arrangements that enhance the agenda-setting power of the prime minister or the finance minister, by the establishment of national fiscal councils, and by other measures enhancing the transparency of the fiscal-policy process. Latin Americans know what I've been talking about, for Latin America is light years ahead of Europe in moving down this path. The Europeans are now moving; progress is now being made in the requisite direction in response to the crisis. But the bottom line is that it is better for institutional and procedural reforms affecting fiscal policy to precede the move to deep monetary integration rather than to follow it.

The second implication is that a region should consider monetary unification only if it is also prepared to see the unification of financial supervision and regulation. It should only contemplate passing responsibility for the conduct of monetary policy to a regional central bank if it is also prepared to pass responsibility for the supervision of financial markets to a regional regulatory authority. A single currency and an integrated financial market, together



with a set of separate national supervisors and regulators none of which fully takes into account the implications of cross-border financial spillovers within the integrated monetary zone, is a recipe for disaster. But agreeing to transfer supervisory and regulatory authority to a regional entity is likely to be a high hurdle to surmount in Latin America, where governments have long used banks as instruments of industrial and development policies and where they have adjusted their regulatory policies accordingly.

The third implication is that state insolvency and illiquidity happen and that moving to monetary union without adequate institutional and financial preparation can create very serious problems. In fact we didn't need Europe to remind us of that fact. We could look at Stockton, California, which declared bankruptcy within the U.S. monetary union just last week.

But there are two important differences between state insolvency in the Euro Area and the problems of the municipality of Stockton in California. First, in the U.S. we have a bankruptcy code through which the finances of a municipality can be reorganized. Second, in the U.S. the units that have historically become insolvent and had their finances reorganized are small relative to the union. The same would not be true of Spain or Italy.

A fourth and final implication is that so long as financial supervision and fiscal policy remain incompletely centralized, close surveillance of capital flows, is critically important. We now know that in the first decade of the euro there were very large flows of capital from northern Europe which financed very large current account deficits and unsustainable government budget deficits in southern Europe. These had disastrous consequences when they unwound. With hindsight we can say that the countries on both the sending and receiving end should have taken earlier action to limit those flows, using changes in fiscal and regulatory policies. And we can say that the European Commission, the ECB and the IMF should have issued louder early warnings.

EU surveillance has now been extended to encompass capital flows. When one thinks about deep monetary integration in a region like Latin America, the question then becomes: would countries in this region would welcome and accept outside surveillance of their cross-border financial flows and capital accounts. Would they accept foreign surveillance of these variables by the surveillance office embedded in FLAR? Doing so would be another important pre-condition for moving to deep monetary integration.

## REFERENCES

- Blanchard, Olivier and L. Katz** (1992). "Regional Fluctuations". Brookings Papers on Economic Activity, 1992, (1), pp. 1–61.
- Eichengreen, Barry** (1993). "European Monetary Unification". Journal of Economic Literature. Volume XXXI. September (1993). pp 1321- 1357.
- Frankel, Jeffrey and A. Rose** (1996). "The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria". NBER Working Paper 5700. Cambridge, MA 02138. August.
- Obstfeld, Maurice** (1997). "Europe's Gamble" Brookings Papers on Economic Activity, 1997, (2).

# The Eurozone Crisis and Emerging Market Balance of Payment Crises

POR AARON TORNELL\*

Muchas gracias a los organizadores. A Ana María por haberme invitado. Creo que lo que ha sucedido en Latinoamérica en los últimos treinta años es importante para lo que está pasando en Europa. De esto voy a hablar ahora. Voy a tratar de relacionar lo que pasó en América Latina con la situación actual en Europa.

Mucha gente dice que el problema en Europa es causado por una falta de expansión monetaria, es un problema de liquidez. Si sólo el Banco Central Europeo (BCE) fuera más generoso, debido a que hay un problema de equilibrios múltiples, se resolvería el problema. Yo no estoy de acuerdo. El problema que existe en Europa tiene muchos síntomas que se parecen a lo que pasó en Latinoamérica y esto se llama "*the-tragedy-of-the-commons*". Con un querido amigo, Andrés Velasco, escribí varios papers sobre lo que pasó en México, Chile y Argentina, y la manera de analizar estas situaciones como una *tragedy-of-the-commons*. ¿Qué es *tragedy-of-the-commons*? Supónganse que muchos amigos van a tomar cerveza y deciden que al final se va a dividir la cuenta. Como todos sabemos, cada quien va a tomar un poquito más de cerveza que cuando uno va solo y paga su cerveza. En Europa, la situación es un poco peor porque hay unos que no pagan, sólo es uno el que paga y todos los demás pueden pedir toda la cerveza que quieran. Cuando estamos en un equilibrio de este tipo, el efecto de políticas de liquidez es opuesto al de situaciones normales.

Vamos a repasar el tipo de crisis que hubo en Latinoamérica. Llamemos *the old crises* a lo que pasó en los setentas y ochentas. Allá había, por el *tragedy-of-the-commons*, diferentes grupos de poder que inducían mucho gasto público: los sindicatos eran dominantes, había salarios muy altos, déficits de la cuenta corriente y subía la deuda del gobierno. Esto era insostenible.

En las nuevas crisis, las que vimos en los noventas en Asia y Latinoamérica, el problema venía a través del sector privado, o sea, había un *currency mismatch*. Los bancos prestaban y se fondeaban en dólares, prestaban en moneda local, entraba mucho capital

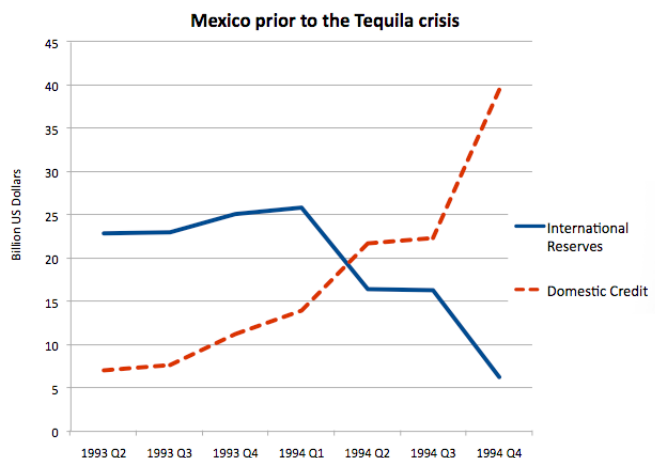
\* Profesor del Departamento de Economía, University of California, Los Angeles.

a través de los bancos, también había déficit en la cuenta corriente, al final el gobierno tenía que hacer salvamentos y subía la deuda del gobierno. En ambos casos, al final sube mucho la deuda del gobierno porque el gobierno es el que al final en su hoja de balance tiene que absorber estas deudas. Entonces, se presenta una figura sobre la cual les quiero hablar y está planteada en un paper que escribí con Jeffrey Sachs y Andrés Velasco.

Ya que es inminente el ajuste que hay que hacer en una crisis de ese tipo, los bancos centrales típicamente, estoy hablando del pasado, expanden el crédito a los bancos en nombre de evitar la recesión y no dejar que el país sucumba ante el mal equilibrio. Inevitablemente, lo que pasa es que caen las reservas internacionales, pues como no hay salvamento del exterior, hay un ataque especulativo, se afecta el tipo de cambio o se tiene que hacer un ajuste fiscal muy fuerte y la cuenta corriente tiene que pasar de un déficit a un superávit. Todo esto pasa en período muy corto (menos de un año) y está acompañado de una devaluación enorme.

El Gráfico 1, tomado del *paper* que escribí con Sachs y Velasco, muestra a México antes de la crisis de 1994, después del asesinato del candidato Colosio. El Banco Central incrementó casi en cinco veces el crédito hacia otros sectores de la economía y como espejo cayeron las reservas. Cuando el presidente Zedillo toma posesión, hubo una crisis y la economía mexicana se ajustó muy rápido en 1995. La cuenta corriente se cerró desde un déficit de más de 5% del PIB. Después de 1996, el país, luego de la devaluación, experimentó un incremento muy fuerte del sector externo. Desde entonces México ha sido estable.

GRÁFICO 1



Fuente: Banco de México.

Lo que voy a argumentar ahora es que en Europa ha pasado algo similar a lo que sucedió en México. Hubo un punto a partir del cual ya no había flujos privados del extranjero a países de la periferia europea. ¿Podemos dibujar algo parecido en Europa? Es lo que quiero hacer ahora. Entonces, fíjense en México, el incremento en el crédito doméstico fue quinientos por ciento. Igual está pasando en los GIIPS (Grecia, Irlanda, Italia, Portugal y España) (Gráfico 2).

En 2008, no hubo flujos de capital privado hacia esos países. Es obvio que se tenía que hacer el ajuste. Es obvio para muchos observadores que están familiarizados con Latinoamérica; pero hubo muchos otros observadores, por ejemplo, en organizaciones internacionales localizadas en Washington y en Europa, que recomendaron subir mucho el gasto público, y que tenían como diagnóstico el hecho de que sólo había una crisis de liquidez y de que *"We need to move away from the bad equilibrium to the good equilibrium"*. Entonces, hubo muchas instituciones que se les olvidó lo que pasó en Latinoamérica y recomendaron gastar. Pero ya no estaban entrando flujos privados de manera importante a la periferia europea. Alguien que hubiera analizado Argentina y México en los setentas y ochentas, hubiera visto otra cosa. En México, el crédito doméstico se incrementó quinientos por ciento. También hay evidencia de situaciones parecidas a lo que pasó en México para Argentina y otros países. En Europa del Sur, el crédito doméstico del Banco Central Europeo (BCE) a los bancos privados subió diez veces. El Gráfico 2 sirve para desmentir al que sostiene que lo que hace falta es inyectar más liquidez en Europa y que el BCE se tardó mucho.

Entonces, si vamos a 2008, era obvio lo que sucedía con el crédito doméstico en los GIIPS (línea roja del Gráfico 2), a raíz de un crecimiento nunca visto. La línea azul del Gráfico 2 es el crédito de los bancos centrales de Alemania, Holanda, Finlandia y Luxemburgo. La suma de esto más Francia hace que cuando vemos a la base monetaria y al crédito doméstico de Europa en general, no subió tanto. Por esto, el Presidente del BCE, Mario Draghi dijo "bueno, no hemos subido mucho la base monetaria". Esto es cierto. Pero también es cierto que cuando vemos a los GIIPS, a ellos se les ha dado una dosis de crédito de banco central dos veces lo que a México antes de la crisis.

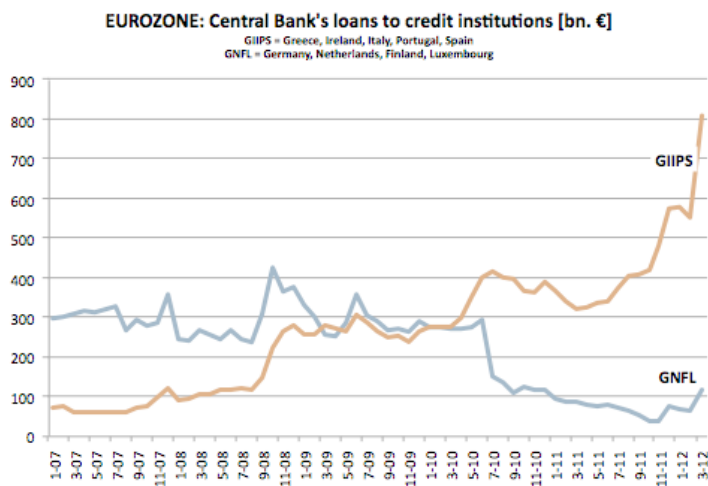
Es muy difícil aceptar de manera objetiva que alguien venga con un diagnóstico de falta de liquidez. Este no es el único problema. ¿Cómo es posible que no se hayan eliminado el déficit en las cuentas corrientes en Grecia y España si en México les tomó un año y en otros países igual? Corea es otro ejemplo. España todavía tiene un déficit de cuenta corriente de 5% del PIB. Esta falta de ajuste ha sido posible porque los GIIPS han recibido

transferencias del resto de la Eurozona. Es importante notar que las transferencias más importantes no fueron las que se leyeron en los periódicos (Fondo Monetario Internacional y Unión Europea), sino a través del BCE.

Lo que pasa es que los bancos centrales nacionales pueden prestarle a un banco privado si se cumplen dos condiciones: el banco es solvente y tiene el colateral que es elegible. Y son los países, no el BCE los que deciden cuánto crédito se va a extender en cada país. Entonces, la línea roja del Gráfico 2 no fue diseñada por un planeador central en el BCE. Detrás de esta línea hay muchas amenazas, si no lo hacen arde Roma o Madrid. Las decisiones son tomadas dentro de los países. Es como si en Estados Unidos el San Francisco FED puede comprar bonos del gobierno de California y el gobernador Brown cada semana le vende bonos al San Francisco FED a cambio de dólares.

Regresemos al ejemplo de las cervezas. Si yo pido una cerveza más, marginalmente el beneficio es para mí, pero el costo lo repartimos entre todos. En Europa pasó igual. Si hay unos bancos en España y otros países similares donde sabemos que los bancos son insolventes, si yo los declaro insolventes el costo es para el estado que los declara insolventes, España. Y si no los declaro insolventes, el costo es para toda Europa. ¿Cómo? A través de más emisión monetaria y eventualmente toda Europa lo pagará en el largo plazo. Entonces hay incentivos muy fuertes para decir que en Europa los bancos están muy sanos y solventes. Chistosamente, investiguen cuántos bancos han sido cerrados en Europa. Yo creo que tres. En Estados Unidos ya han sido más de cien. Lo que hay detrás de esa línea roja

GRÁFICO 2



Fuente: Banco Central Europeo.

continúa donde subió diez veces el crédito doméstico no es falta de liquidez, es falta de decisiones de cierre de bancos zombi.

Un punto adicional es que el banco tiene que entregar colateral para pedir prestado del Banco de España o del Banco de Italia. La calidad de este colateral la decide el Banco de España no el BCE. El BCE no tiene el poder legal de ver el balance de Bankia. El BCE también ha relajado los requerimientos de colateral. Recientemente, el BCE decidió que los préstamos entre privados serán aceptados como colateral. La justificación formal es hacer que la política monetaria sea efectiva en Europa.

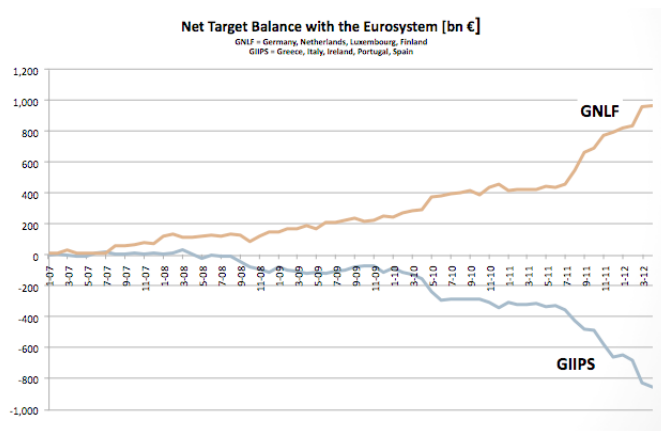
Por consiguiente, cada vez más cosas son colateral (*autoloans*, *mortgages* y ciertos préstamos entre privados, por ejemplo). Más aparte, los gobiernos de cada país deciden si es solvente cada banco. Esto es lo que está detrás de la línea roja que se parece a México. El retraso en el ajuste es porque estos países no tienen un *hard budget constraint*. En otras palabras, en Europa no han habido ataques especulativos porque siempre hay programas de salvataje del BCE que no lo permiten. ¿Cuáles son estos programas? Uno es el Target<sup>1</sup>. Hasta noviembre del año pasado, a través de este programa un banco central le podía pedir a otro prestado y automáticamente se realizaba el préstamo. Esto, que debía tener un promedio de cero cada año, está explotando. Esto llegó a un límite en noviembre de 2011 porque los bancos privados alemanes ya no tenían dinero en el Banco Central de Alemania y entonces ya había mucha presión dentro de Alemania. Se hizo entonces el Long Term Refinancing Operation (LTRO), que es decir: vamos a subir la base monetaria de toda Europa.

Otro programa que se ha hecho es el *Emergency Lending Agreements* (ELA). Este es un programa donde no se necesita colateral. Es suficiente que el gobierno firme un papel diciendo que se responsabiliza. Si esto no se paga, es responsabilidad del país. Por esto, en Grecia no hubo problema con ningún banco antes de las elecciones, aunque todo el mundo estaba sacando su dinero. Se les dio crédito a través de los ELAs, que no requieren colateral. Voy a hablar después del EFSF y ESM, que son los siguientes pasos en la misma continua raya roja.

El Gráfico 4 muestra los *target balances* a marzo. No son publicados por el BCE, sino que se encuentran en las cuentas de los bancos centrales nacionales como *Other Liabilities to the Eurosystem*. Estos balances están explotando. Hay gente que le da la interpretación de que se está suavizando el consumo al permitir liquidez. Bajo la interpretación de lo que vimos en Latinoamérica, esto no es suavización del consumo. Esto está retrasando el ajuste necesario de las cuentas fiscales y las cuentas corrientes. Estos balances alcanzan

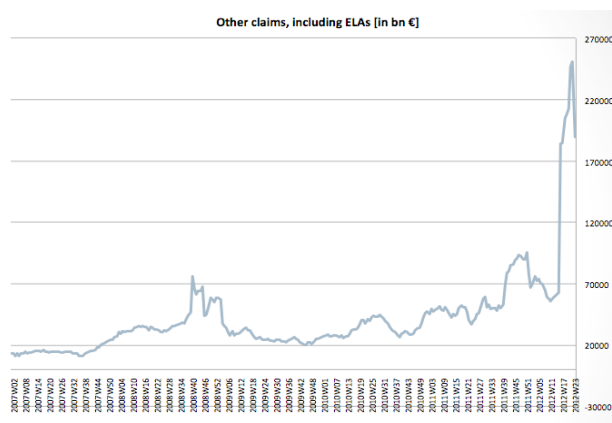
ya altos niveles. El peligro que hay, y es un debate que hemos tenido con otros autores, es que el dinero que le deben a Alemania quién se lo va a pagar si se rompe la Eurozona. ¿Grecia le va a pagar? ¿Italia le va a pagar? O le van a decir: te pagamos con bonos que maduran en cien años o algo así. Entonces esto, en una situación extrema, es deuda que se le tiene básicamente a Alemania y Holanda. Por eso es que dije al principio que las transferencias mayores que han habido hacia los países del sur de Europa han sido a través del BCE, no a través del FMI ni de la Unión Europea.

GRÁFICO 3



Fuente: Bancos Centrales.

GRÁFICO 4



Fuente: Bancos Centrales.



Lo otro que les platiqué se llama los ELAs. Subieron a EUR 240 billones en dos meses. Acuérdense, es un préstamo que el BCE da a un banco cuando ya no tiene colateral. En lugar de colateral, se firma un papel por el gobierno. Esto es preocupante porque estamos hablando ya de más de EUR 200 billones por encima de lo otro.

Entonces, ¿Cuál es la medicina? Si vemos a Latinoamérica, ¿Qué debería hacerse en Europa? Si es una crisis nueva como la que pasó en los noventas en Tailandia y en Corea, donde había equilibrio en las finanzas gubernamentales, es un problema de liquidez. Inyectar liquidez es la medicina correcta. Pero si es una crisis de las viejas, donde había un *tragedy-of-the-commons*, lo que se necesita es un ajuste fiscal y una reforma estructural. Europa es una combinación de ambos. Hay problemas de liquidez porque hay mucha interconexión financiera y miedo en los mercados financieros de que la Eurozona se desmorone; pero al tiempo hay problemas fiscales donde no hay ajustes dentro de los países y problemas estructurales laborales.

Acá hay un problema de difícil solución. Si se les da liquidez a los GIIPS para que no haya una crisis enorme, bajas los incentivos de reforma. Y esto hace que los desbalances crezcan y las deudas entre países cada vez van a ser mayores. Y si hubiera una crisis en el futuro va a ser mayor. No es igual que se le deba a un país EUR 200 billones, a que ya se le deba más de un trillón de euros. Están creciendo estos desbalances, lo cual puede ser muy peligroso en el futuro.

Hace muchos años escribí un *paper*, *Reform From Within*. Si analizamos la historia de las reformas estructurales, Chile en 1975 y México en 1985, fueron adoptadas durante crisis económicas muy profundas. Al parecer hay grupos muy poderosos (sindicatos, gobernadores, Etc.) que perderían con las reformas aunque éstas sean buenas para la economía, y estos grupos bloquean al gobierno de hacer lo correcto. Existe algo mágico en las crisis que disuelve la oposición a la colusión que existe en estos grupos de poder. Y esto se vio en Chile desde finales de los sesentas. Se vio en México, en los principios de los ochentas. Entonces la gran pregunta es, ¿Cómo pueden surgir esas reformas que reduzcan los desequilibrios en Europa del sur? ¿Pueden ser impuestas desde afuera por el BCE o por la Unión Europea (UE)? O ¿Tiene que ser algo que se genere domésticamente como lo que pasó en Latinoamérica?

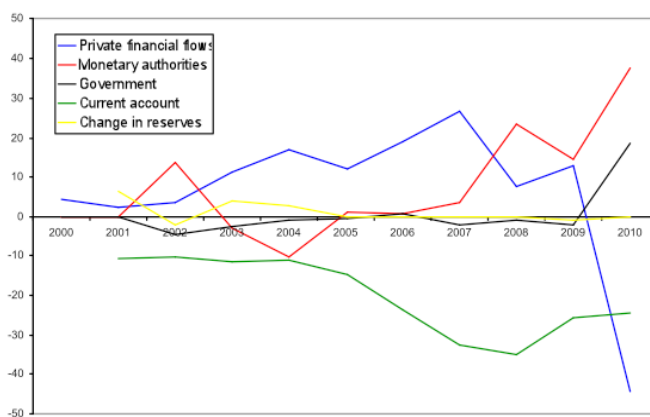
Cuando veo la historia, si nos vamos a la Revolución Francesa, es desde adentro que se generan pugnas entre grupos de poder que producen la reforma. Eso es lo que preocupa de la Eurozona, que la generosidad del BCE y de la UE ha bloqueado ese proceso de reforma que resulta de la pugna entre grupos durante una crisis fiscal.

Entonces, una medicina correcta es que se empiece a destruir el *tragedy-of-the-commons* desde varios ángulos. Un ángulo importante está en el Eurosistema de bancos centrales que ha sido un mecanismo de transferencias muy importante. Hace unos días, escribí, en el *New York Times*, que deberían abolirse los bancos centrales en Europa. Es necesario que haya una autoridad que pueda supervisar a los bancos y que los pueda cerrar. Todos los bancos, no sólo los grandes. Hay bancos también en Alemania que tienen que ser cerrados, no sólo en España. Y obviamente que hay que instalar un seguro a los depositantes. Un tipo de seguro FDIC para los pequeños depósitos, pero es muy importante que no haya cláusulas de salvamento implícitas entre estados, porque lo que queremos es romper el *tragedy-of-the-commons*. Que cuando vamos a tomar cerveza, el costo marginal sea igual al costo promedio.

Además, hay que cambiar el sistema de votación en el BCE. Actualmente, se vota por mayoría. Un país, un voto. Esto hay que cambiarlo, porque si un país paga el 30% y otro el 3%, esto tiene que verse reflejado en los votos. Porque si no, muchas decisiones que se toman por mayoría de votos generarán mayores desbalances, porque los que se benefician no están proporcionalmente pagando esos costos. Y al final debemos entender que hay que proteger a los ciudadanos que pagan los impuestos o que sufrirán la inflación que también es un impuesto.

Grecia es un ejemplo clásico de la falta de ajuste en Europa. La línea verde del Gráfico 6 es la cuenta corriente que indica que Grecia ha sido muy mimada por el BCE y la UE. En Corea y México, el déficit en la cuenta corriente se cerró en tan solo un año. Grecia y España no lo han podido hacer en 4 años! La barra azul del Gráfico 7 muestra el déficit en

GRÁFICO 5\_ALOE ADJUSTMENT: GREECE

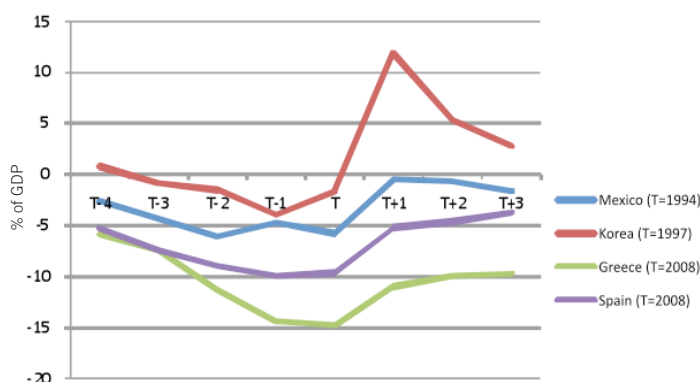


Fuente: Fondo Monetario Internacional.

cuenta corriente de los GIIPS, y la línea roja, el crédito doméstico del banco central a los bancos comerciales. Esto último es lo que les ha permitido tener este déficit en la cuenta corriente. Igual que en México, durante unos meses, el crecimiento masivo del crédito doméstico de los bancos centrales en los GIIPS no ha sido diseñado por el Governing Board del BCE, sino que ha sido el resultado de varias medidas que se han visto forzados a tomar.

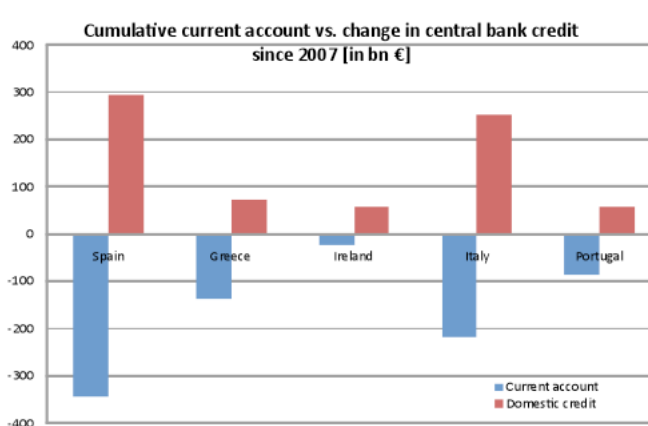
Si quisiéramos salvar financieramente a los GIIPS de una vez por todas, ¿De cuánto estamos hablando? El área roja del Gráfico 8 es lo que se ha dado, el área azul son los

GRÁFICO 6

**Current Account Balance**

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

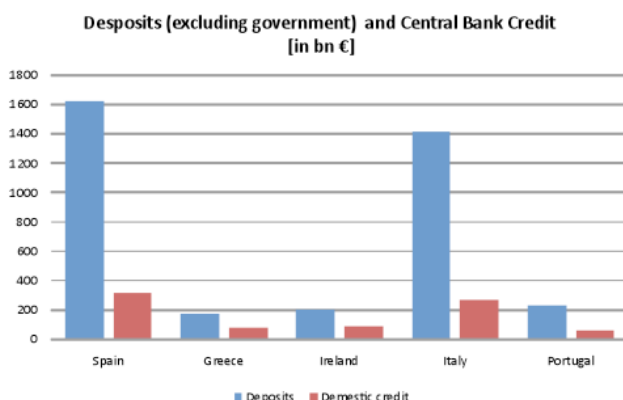
GRÁFICO 7



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

depósitos. No me fui muy alto porque si pongo todo la hoja de balance de los bancos, sería mucho mayor. Aquí estoy suponiendo que sólo tenemos que salvar a los depósitos, no a los demás securities. Es mucho. Para aquellos que creen que más liquidez a través del ESM sería la solución, el Gráfico 8 sugiere que estamos hablando al menos de alrededor de EUR 3 trillones. Esta cifra es conservadora ya que es mucho menor que M2. Entonces, para que el ESM sea efectivo, será necesario que tenga una capacidad de EUR 3 trillones, no solamente de EUR 500 billones. Es por esto que preocupa el pensar de algunas personas de que un ESM de quinientos o setecientos billones será suficiente en ausencia de un paquete con condicionalidad estricta.

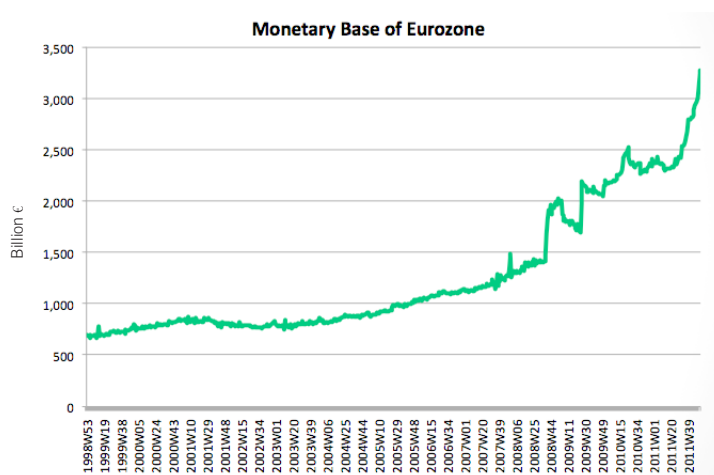
GRÁFICO 8



*Fuente:* Bancos Centrales.

Para concluir, nótese una historia de Alemania. La Base Monetaria de Europa se estabilizó después de 2008 y esto es porque Alemania y Holanda bajaron el crédito a los bancos, mientras que los otros subían (Gráfico 9). El Long Term Refinancing Operation (LTRO) fue lo que hizo que la base se vea parabólica. Esto me preocupa porque de no estabilizarse la senda de la base monetaria, existe el peligro que se desate la inflación en el largo plazo. Esta película ya la vimos en Latinoamérica.

GRÁFICO 9



Fuente: Bancos Centrales.

## REFERENCIAS

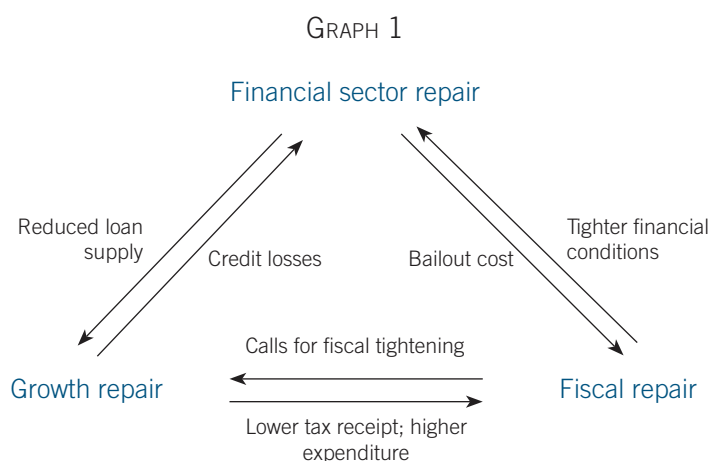
**Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell y Andres Velasco** (1995). "The Collapse of the Mexican Peso: What Have We Learned?". Harvard Institute of Economic Research Working Papers 1724, Harvard - Institute of Economic Research.

# Governance Reforms and Macroeconomic Policies in Europe

By MARCEL FRATZSCHER\*

Thank you very much to the organizers to FLAR and to CAF. It's a pleasure being here and thank you for inviting me to this wonderful conference, in this equally wonderful location. I should start off by saying that these are my personal views and not necessarily those of the European Central Bank.

The major focus of the policy discussion these days is of course on the crisis in Europe. And in fact one could argue that it's not just one crisis but three crises, and three crises that are closely interlinked and interrelated. In many ways it started off with the fiscal crisis in the beginning and then became both a financial sector crisis or banking crisis, as well as a growth or a more traditional balance of payments crisis. And all these three are very closely interlinked. Whenever there is a feeling that we are able to tackle one of the three crises, over the past few years we have seen that the other two elements dragged the economy back down. So this is a vicious cycle and policies really need to address all three. This is a truly big challenge.



Source: Own elaboration.

\* Head of the International Policy Analysis Division, European Central Bank.

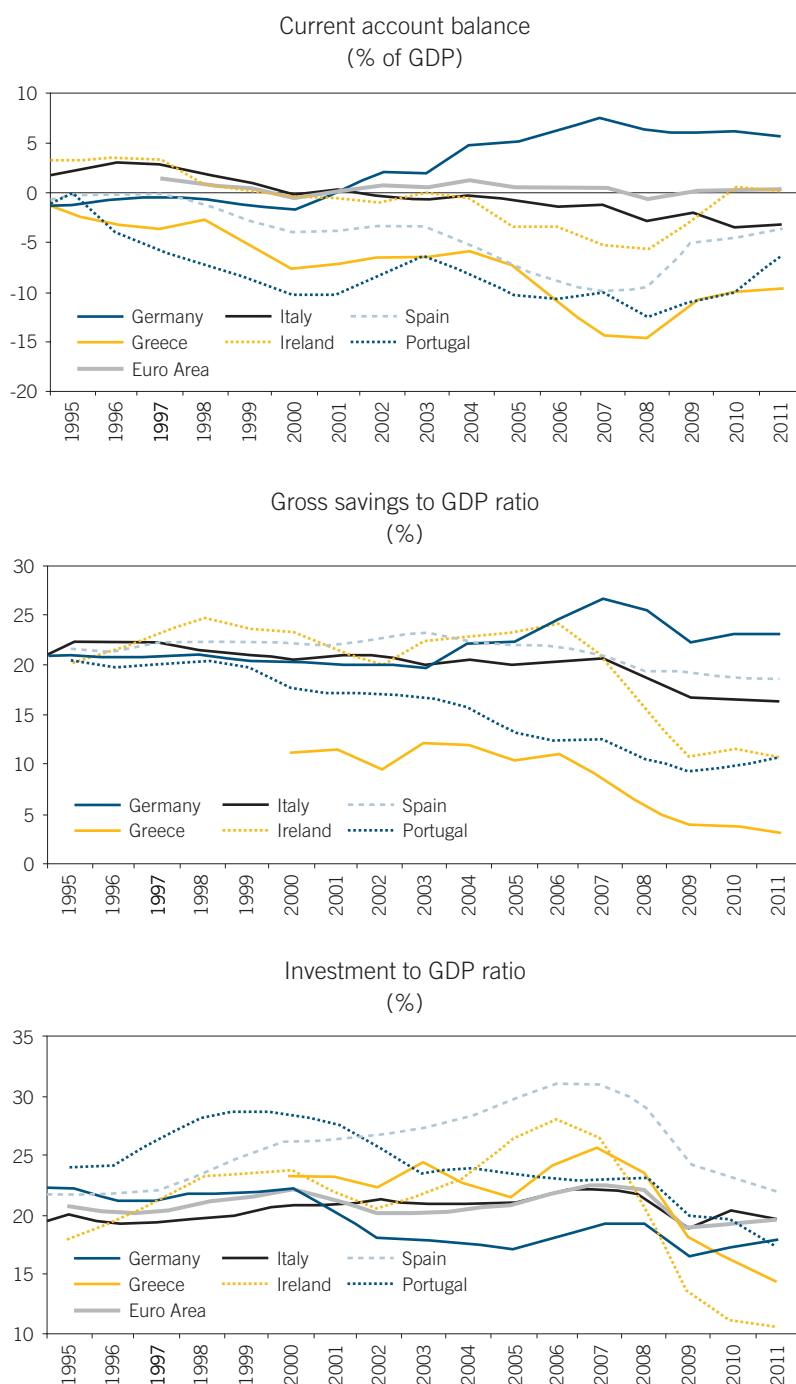
I want to basically make four points in my presentation. As the first one, I want to start with the growth repair in the balance of payments crisis and the issue of competitiveness. I argue here that in many ways this is the most challenging, the most difficult one, and at the same time one where there has been the least progress so far. What you see on the left side in Graph 2 is the current account balance for different euro area countries and you see how they diverge very much after the monetary union in 1999. But importantly the point I want to make here is that even though they have been coming down and become less extreme over the last few years, they still remain very significant. So if you just look at countries like, not just Greece but even for Portugal, yes the current account deficit was at 12% of GDP at the peak in 2008, but it's still about 6% of GDP and equally for Spain and for Italy we're talking about 3-4% of GDP. And these are still large numbers.

If you think traditionally of balance of payments crises, these usually required and induced a major adjustment of the exchange rate, a big drop and reversing of the current account position, from a deficit to a surplus. But the remarkable thing is that we have not been seeing this in Europe and I relate back to what Barry said this morning and Aaron as well, one of the reasons that adjustment has not been taking place, is that these countries are within a monetary union, where on the one hand, exchange rate depreciation is not a policy option, and on the other hand, financing of current account deficits is much easier. So the capital flight of the private sector is basically replaced through the capital inflow of official capital through the Target 2 system that in particular also Aaron mentioned before. So this current account adjustment is not taking place yet, which remains one of the big challenges.

Now let me go one step back and show you a little bit of the magnitude of the problem that has built up over time and one crucial element of monetary union has been this build-up in divergences in competitiveness within the euro area. In Graph 3 you see the total unit labour costs evolution between 1999 and 2007. And you see quite nicely the big divergences. Germany actually gained competitiveness (all these numbers are relative to the euro area average) and you see countries like Ireland, Spain, Portugal, Greece losing significant competitiveness.

On a side note, one important point I want to emphasize is that not everything has been detrimental about European integration and monetary union - as some may want you believe these days - but there have been many positive aspects as we actually have seen some convergence. Also Barry Eichengreen made this point this morning very convincingly about capital flows, though of course there can be such a thing as excessive capital

GRAPH 2

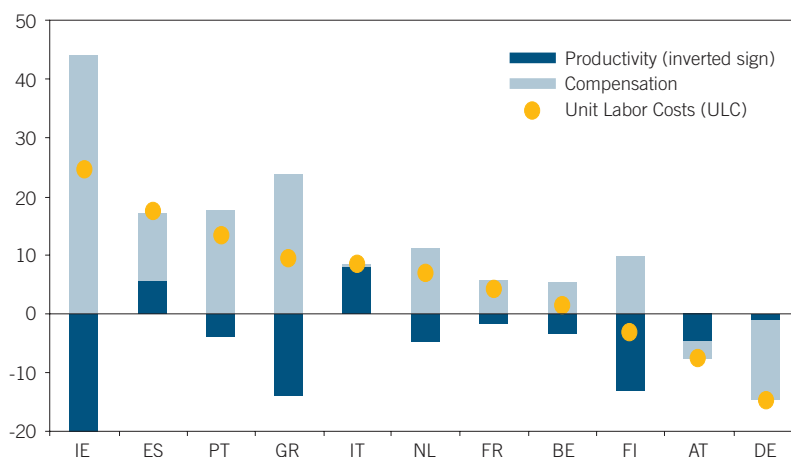


Source: European Central Bank.



flows in financing of projects and investment and consumption that are not worthwhile. But if you think in the mere classical world you would like to see capital flow into poorer countries in order to foster convergence and a catching-up. And if you look at productivity for instance, if you just focus on Ireland and Greece, these are the blue bars, you see that these have been the two countries with the highest growth in productivity in the euro area over that period.

GRAPH 3\_CUMULATES CHANGE IN TOTAL ECONOMY ULC IN 1999-2007  
(IN DEVIATION FROM EURO AREA)



Mainly driven by wage developments

- which grew faster than productivity
- particularly in nontraded sector

Source: EU Commission.

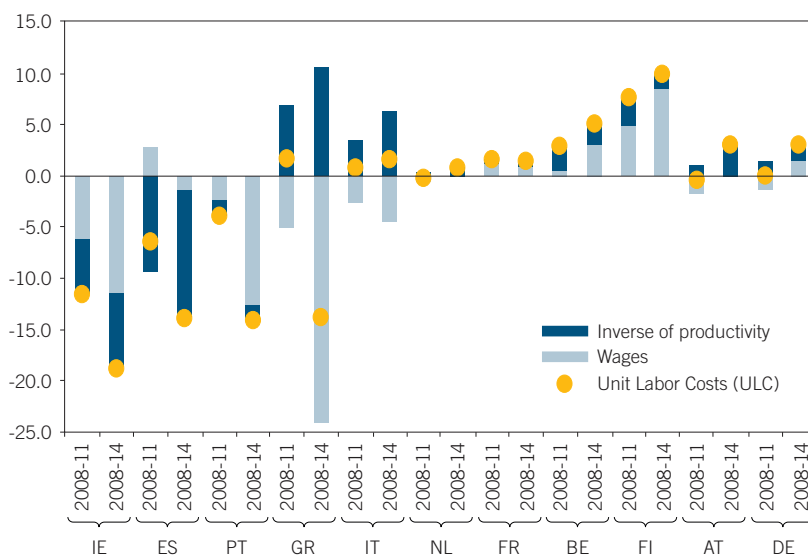
Nevertheless, what remains is that the big lightblue box is just the compensation in all of these countries more than compensated for the gains in productivity. So, the divergences are very large and what you see is the adjustment since 2008 (Graph 4). So how have countries adjusted. And you see that some countries like Ireland have done substantial adjustment so they have brought down wages. So these are the lightblue box into the blue one is again productivity, inverse of productivity so the gain in productivity being a negative number. Actually, also interestingly, Spain has adjusted quite substantially, so you see the negative number. What is interesting for Spain and actually also for Italy is that you have seen very little adjustment in wages. So wages actually have been very stable. And most of the adjustment has come through a gain in productivity. Now here the word gain in productivity may not be the right term because most of it comes from labour shedding.

So from a huge increase in unemployment and particularly in countries like Spain, this is what you see here in the top left. So, employment in Spain falling by 10%, much more than GDP, so you see also for Ireland what is remarkable in the case of Ireland, which has been a bit of a success story is that the adjustment has taken place both on the wage side and on the employment side at the same time. Whereas in countries such as Italy and Spain, most of the adjustment has been taking place not through wages but more through employment.

Now the big question of course is how much more adjustment needs to take place and the choice between having a fast adjustment and having a more gradual adjustment. One of the features of the monetary union is that it allows countries to sustain a level of consumption and investment for a much more sustained period of time precisely because of that compensation or substitution of private through official capital flows.

One very interesting comparison is the experience of some of the non-euro area EU members (Estonia, Lithuania and Latvia), which had very similar balance of payments difficulties and problems in 2008, and the countries in the euro area that are in difficulty. What's quite remarkable for the Baltic Countries is that they had a very sharp adjustment

GRAPH 4\_CUMULATES GROWTH OF ULC, WAGES AND LABOUR PRODUCTIVITY  
(WITH INVERTED SIGN) IN 2008-2011 AND 2008-2014 RELATIVE TO THE EURO AREA

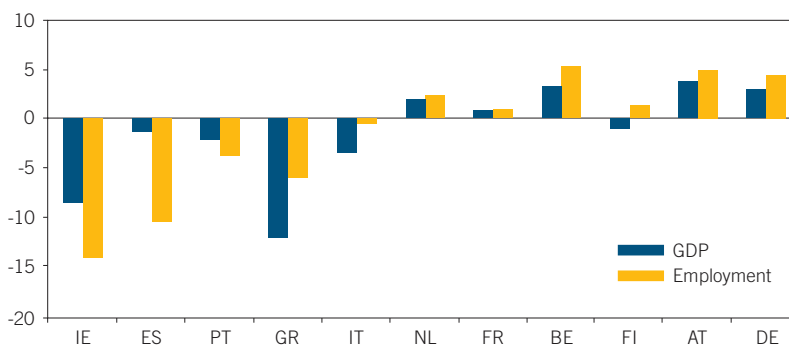


Source: Eurostat.

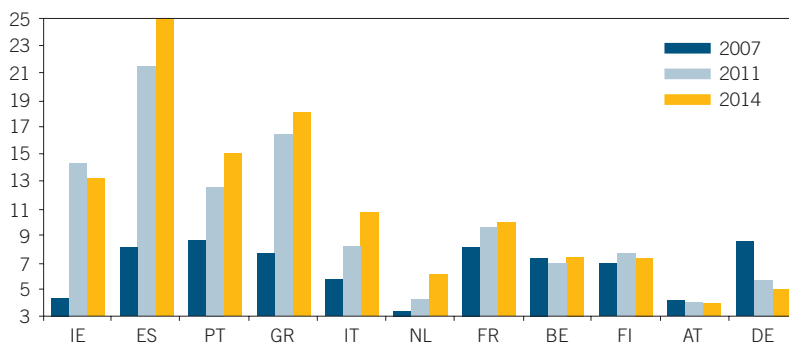
both in wages and in employment (Graph 6), so you see that here in the middle chart so a big drop in wages on the right hand side in terms of unemployment rate initially after the adjustment, but then actually wages and employment recovered relatively quickly. So those countries took the path of a very painful and sharp adjustment over the short term, whereas if you compare that to the euro area countries here you see much less of an adjustment either in wages or unemployment and of course the boring thing is that even if you go up to 2014, so the chart on the right (Graph 6), you see that even Spain's unemployment rate is projected to continue being stable or even slightly increase. So this is very much the tough choice to be made, there needs to be more adjustment, so the question is, what path do you choose, the one in the short term, but it may be much more painful for the more drawn out in greater adjustment.

GRAPH 5

Cumulated GDP and employment growth relative to the europe area  
(2007-2011)

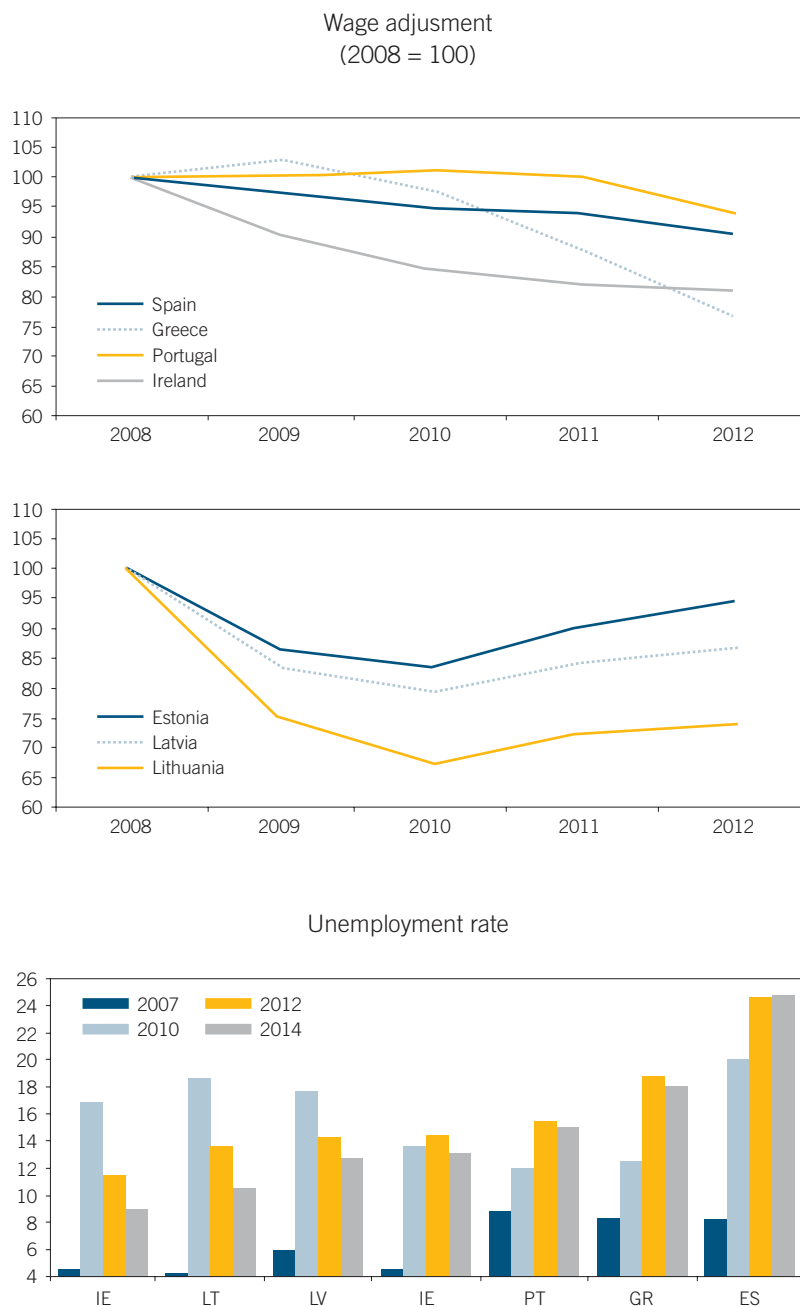


Unemployment rate (in % of the labour force)  
in 2007, 2011 and 2014



Source: Eurostat.

GRAPH 6\_ THE EXPERIENCE OF THE BALTICS SHOWS THAT LARGE INCREASES IN UNEMPLOYMENT MAY BE INEVITABLE, BUT SHORT-LIVED IF WAGES ADJUSTED DOWNWARDS.  
KEY IS TO AVOID INCREASES IN STRUCTURAL UNEMPLOYMENT



Source: Eurostat and June 2012 BPME, and BMPCE.

Now, one final point on this first point I want to make has to do with the relative price adjustment of the role of central banks. And it has been argued very widely that central banks can actually help that adjustment process by for instance having a higher inflation target, high inflation objective vis-à-vis targets inflation of below but close to 2% over the medium term in order to, so they have a high inflation target, in order to allow price differentials or inflation differentials within the euro area to reduce those differences in competitiveness. But if you look at the magnitude of those differences average it's very doubtful that you could get much of an adjustment through relative inflation differentials within the euro area.

So, the two paths that really remain are having internal devaluation by wages and costs within countries and then a second element that of course is important in the international context, has to do with the external devaluation that often is not really mentioned much in the discussion. But if you look at the trade structure of many euro area economies, take Germany for instance, 60% of its exports are with exterior euro area, so outside the euro area, only 40% internally. Many euro area countries have about half of that trade with non-euro area countries. So, external devaluation is also one way to regain competitiveness. Of course, there is no policy intention and no policy action actually, to actively pursue that, but still that is one mechanism that has not taken place so far. And again, if you look at almost all the balance of payments crises, banking crises, financial crises of the past, a big exchange with adjustment has always been a part of it. And one of the remarkable features is that has not taken place in the case of the euro, and of course partly that stems from the international role of the euro, as well as the debt of financial markets.

Now, let me come to the second point and skip the part on the reforms, there have been a lot of government reforms, on reforming fiscal policy and both in terms of governance and often terms of transfers. Let me comment on the second point, the financial, the banking crisis element. One of the big difficulties, of the single biggest difficulties that we are facing is the ever-closer interrelation, interdependence between the banking sector on the one hand and the sovereigns on the other hand. Just to give you a bit of a flavour of that interdependence, what you see in Graph 9 on the horizontal is the sovereign CDS spread and on the vertical the banking CDS spread for the United States, and every dot here is a point in time. And you see for the United States relationship is pretty much vertical, as it should be. So, an increase in banking risk in the banking sector does not translate very much or hardly into an increase in risk, in sovereign risk in the United States.

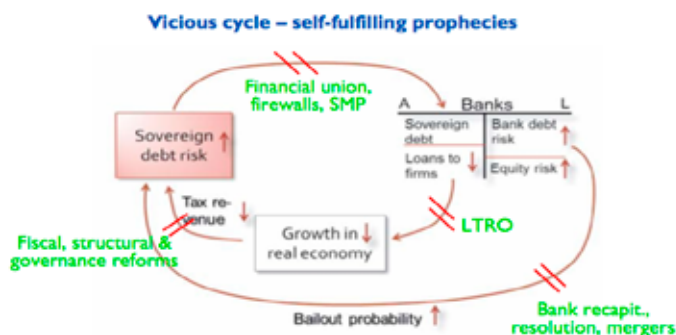
However, if you go to the European countries or euro area countries under difficulty you see that in many cases there's almost a one-for-one relationship between the two. So, a

GRAPH 7



Source: Own elaboration.

GRAPH 8



Source: Brunnermeier et al.

difficulty in one particular bank of the banking sector, one for one translates into concerns about sovereign sustainability and solvency in the euro area. So that is one of the striking features of this ever-closer link between the sovereigns and the banking sector in the euro area. Now, where does it come from? One of the striking or worrying features is that we have more and more disintegration of markets within the Euro Area, in particular in terms of holdings of assets.

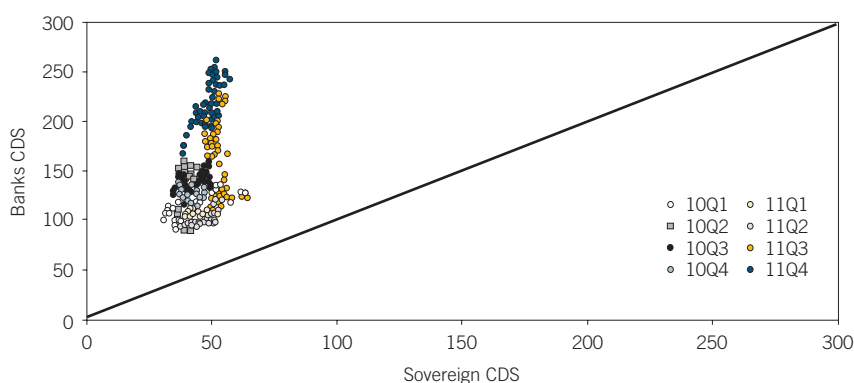
So what you see in Graph 11 is an increase in home bias in who holds sovereign debt. So this chart shows you the portion of total public debts, total government debt held by non-residents for the five periphery countries. And you see that before the crisis for many

of them or even well into 2009 this was about 75% and then dramatically declined to about 35-40% for most of the countries. So what this means is that more and more of sovereign debt is held by domestic banks, so this increasing separation and disintegration of European sovereign debt markets, which leads to an ever-closer link between the sovereigns and the banks.

Now, the decisions of the 28th and 29th of June, we have mentioned it a couple of times already today, had three important elements. First of all, to allow the ESM, which has about EUR 5 billion of capital, to directly lend to banks and recapitalize banks within the euro area without having to go through the sovereign however under conditionality. The second point has to do with no seniority, unlike the Greek debt restructuring where European institutions did see seniority. The point here is that the ESM would have no seniority, which is important to avoid negative leverage. And the third important point is the understanding that if you mutualise obligations and liabilities, which is in a way a fiscal responsibility of all euro area governments, you also want to have a banking regulation, a banking supervision at the European level. So that is a third element of that decision, very much with the objective, of course, of breaking that link between banks and between sovereigns.

Aaron already talked a lot about the third point on ECB monetary policy, so I can be rather short here. If you go back to 2009 or 2010 when the sovereign debt crisis in Europe really took off, the ECB has implemented a very large number of different policy measures, full allotment, so fully credit allotment to banks, an ever-longer maturity, first 3 and 6 months, and one year and now 3 years. Very importantly also, the widening of the eligibility

GRAPH 9\_SOVEREIGN AND CORPORATE CDS - UNITED STATES



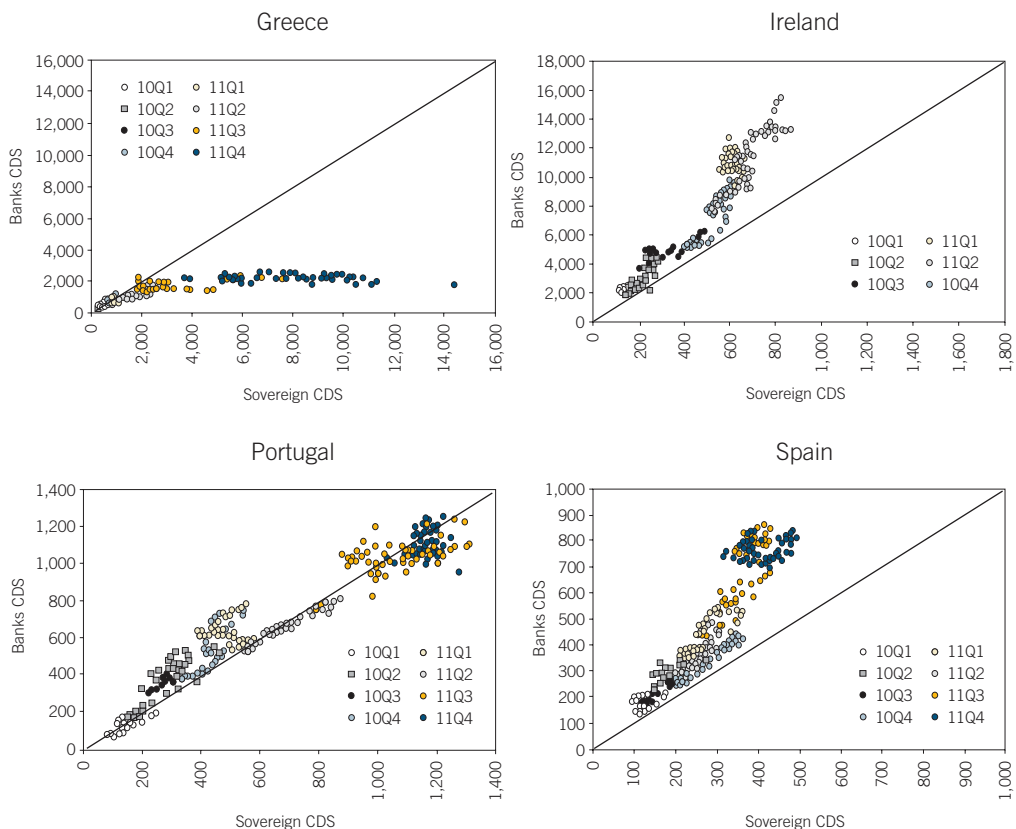
Notes: Sovereigns CDS and median of bank CDS, basis points.

Source: Datastream and ECB calculations.

of collateral, so very much taking on different types of assets, assets collateral, now including asset-backed securities, mortgage-backed securities from different countries. The U.S. dollar liquidity provision to banks that are in need of that through a swap plan with the Federal Reserve and others; then two important market purchase programmes, Securities Market Programme (SMP) to purchase government debt, and Government Bond Purchase Programme. And of course interest rate tools, as we saw yesterday, the reduction of 25 basis points of interest rate is an important element in that strategy.

Now, what you hear a lot, and Aaron and the previous speaker mentioned this, criticism the ECB needs to do more, and you have been hearing that pretty much since May 2010, when Greece first received the programme, and each time the ECB does it there is a positive market reaction. But this positive market reaction tends to be relatively short lived. Let me give you again one specific example and this is now for the SMP for the bond

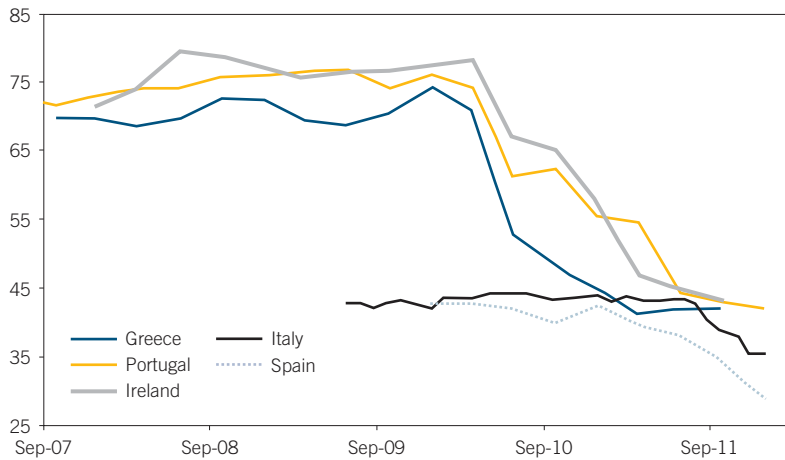
GRAPH 10\_SOVEREIGN AND CORPORATE CDS - EURO AREA



Source: Bloomberg.



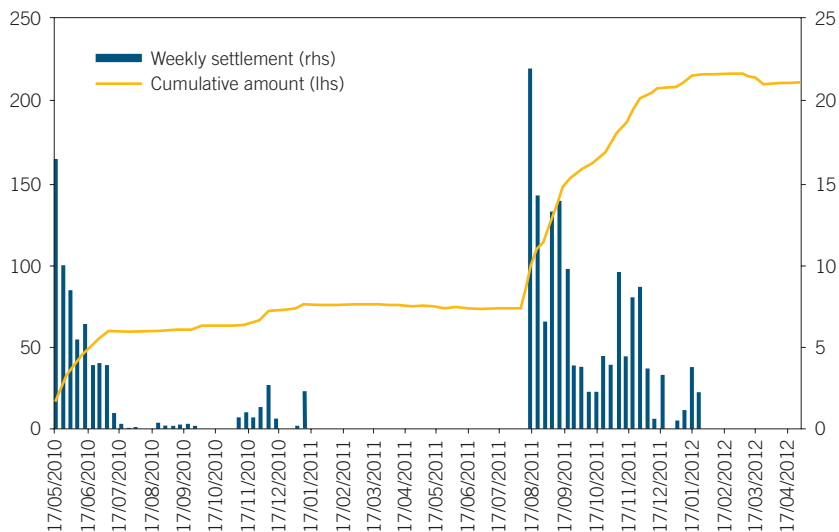
GRAPH 11\_PROPORTION OF THE TOTAL DEBT HELD BY NON-RESIDENTS  
(EX ECB, OFFICIAL ASSISTANCE) AS OF END Q4 2011



*Note:* The chart on the base of the total debt, rather than debt securities outstanding.

*Source:* ECB. Barclays Research, various central banks.

GRAPH 12\_ECB SMP BOND PURCHASES  
(BILLION OF EUR, WEEKLY)



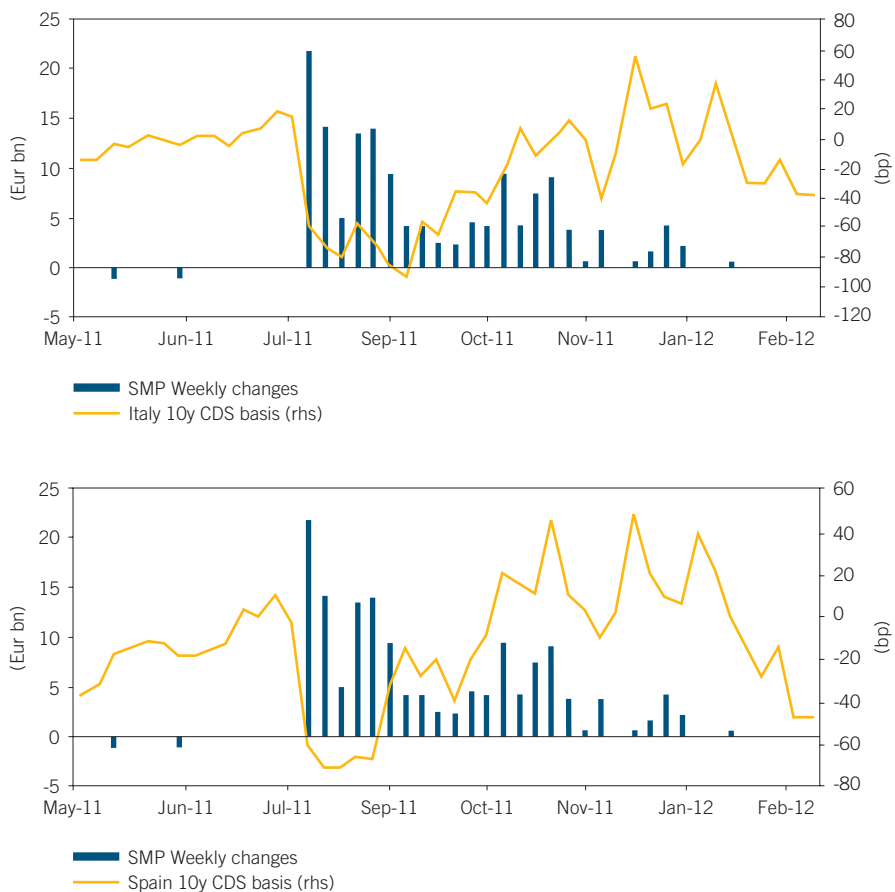
*Note:* Last observation refers to end May 2012.

*Source:* ECB. Barclays Research, various central banks.

purchases in 2011, so this was revived in August 2011, and you see for the Italian and Spanish spreads they quite nicely drop quite substantially about 60 to 80 basis points after the re-installment of the SMP for the first couple of weeks (Graph 14), but then if you look at the spreads, the orange lines, after one or two months, they go back pretty much up to levels where they were previously and then often times keep rising.

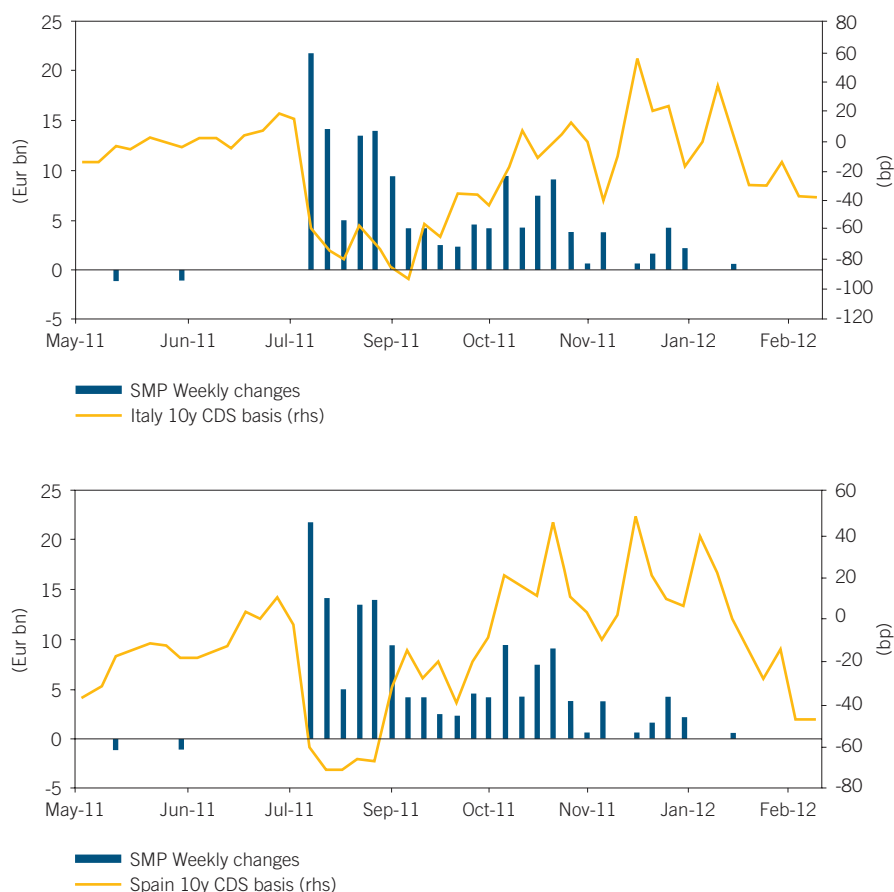
So, the point I'm trying to make here is again and again observers, politicians have been calling for more ECB action, and each time they realize that this has a short lived effect but it doesn't have a permanent effect. Now you can have different explanations for that, you

GRAPH 13\_SMP BOND PURCHASES ANT IT, ES CDS SPREADS



Source: Bloomberg, ECB.

GRAPH 14\_SMP BOND PURCHASES ANT IT, ES CDS SPREADS



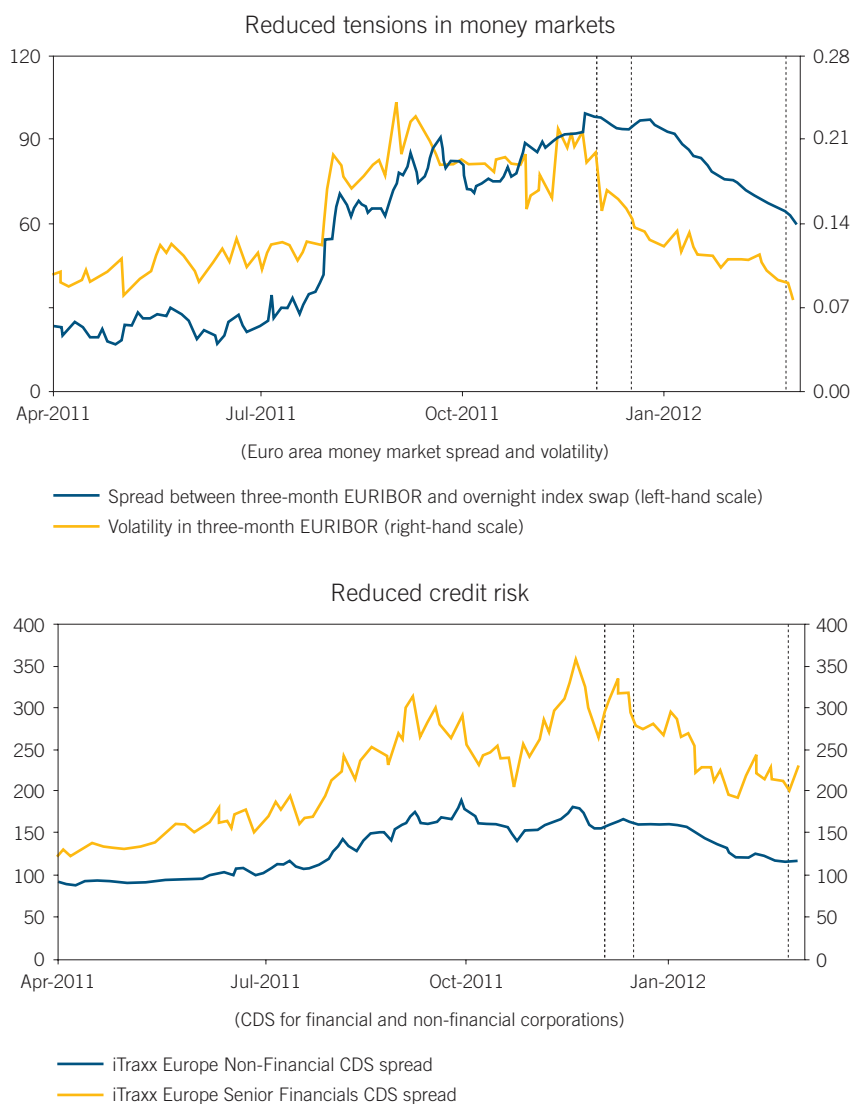
Source: Bloomberg, ECB.

can say well, maybe the ECB didn't do enough, it should do it unlimited amounts, it should now do it in a more credible way, but I think the point I'm trying to make here is that these types of policies, and no matter what type of policy you look at, can really buy time over the short term but it cannot solve problems either in the banking system or with sovereigns over the medium or longer term. So, again, this point is important: it can buy time but it cannot be a substitute to government policies.

One final point on the central bank policies, essentially what the ECB has been doing through all these operations is particularly through the extension of collateral, also through ELA, and through many other different measures, is shift risk from the balance sheet of

the banks to the balance sheet of the ECB. And there are important reasons for that, of course, the probabilities of default have been going up a lot, correlations have been going up a lot, meaning whenever you have a few institutions getting into difficulty it's very likely or much more likely now to be transmitted now to other financial institutions and become a

GRAPH 15



*Note:* The vertical green line denotes the announcement on 8 December 2011 of the two three-year LTROs. The two vertical red lines mark the allotment of the two LTROs on 21 December 2011 and 20 February 2012 respectively.

*Source:* Bloomberg and ECB.

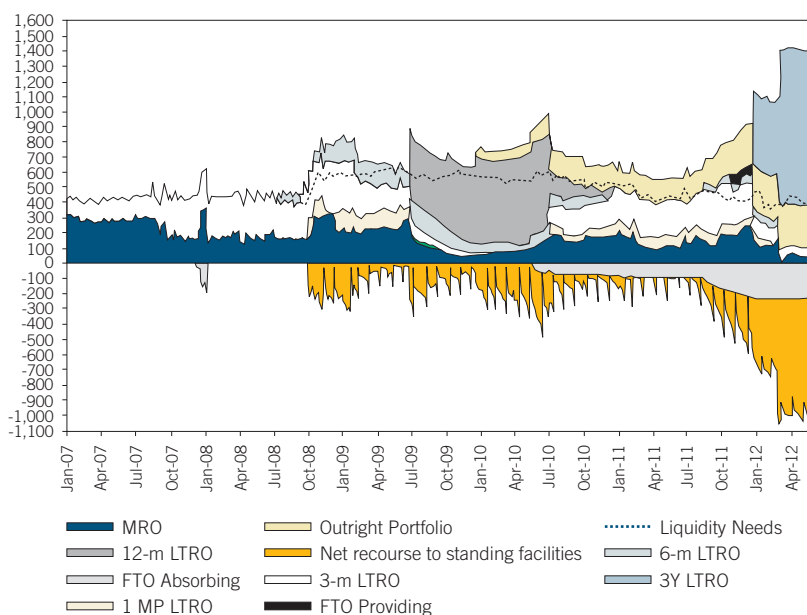
systemic crisis, so there are very good reasons why there has been this transfer of risk from the private sector to the ECB. Let me give you just a couple of illustrations.

The balance sheet of the ECB has been increasing. And maybe one point on the risk taking, now this shows you the allotment of liquidity operations to different countries and different banks in different countries, and how the composition of that has changed.

So let me come to the fourth and final point. And that's on the outlook and how do we look ahead and what are the points. And one important point is, there's a lot of talk about risk sharing. So allocating risk or spreading existing risk onto more shoulders. The ESM is of course doing that, is spreading the risk, the fiscal responsibility across more euro area shoulders. But two elements that are important in addition to this risk sharing, the pure sharing element has to do with the transfer of risk and also whether the amount of risk that is in the system has been changing, and has been increasing. And of course that the transfer is not just a risk sharing, which sounds very symmetric, so now it's a give and take but clearly there has been a transfer of risk from the periphery to the core and across institutions.

One of the big risks is that the amount of contingent liabilities, the amount of bad assets on the banking, of the balance sheet of banks, private sector debt for households and

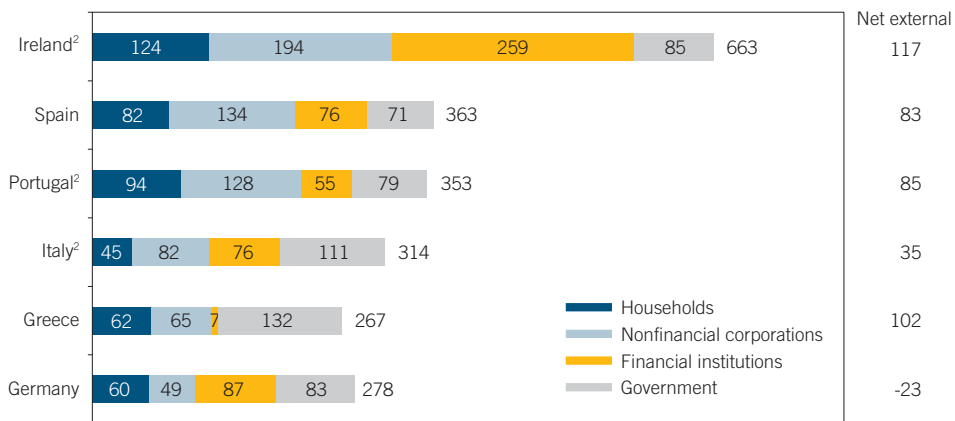
GRAPH 16\_EUROSYSYSTEM MONETARY POLICY OPERATIONS



Source: ECB.

non-financial corporations. And Graph 17 shows you a little bit the importance of the other forms of debt in the euro area. So a lot of focus of this is on the debt of financial institutions, this dark blue bar, but if you look for most countries you see that actually the non-financial corporation, household debt, is in most cases quite substantial, actually, including for Germany, even though of course it's overall relatively smaller than for other countries. So, there's a big element of uncertainty, a big element of uncertainty particularly about contingent liabilities, which is a big risk.

GRAPH 17\_DEBT IN EUROZONE COUNTRIES  
(DEBT AS % OF GDP)



Source: MGI, Bruegel.

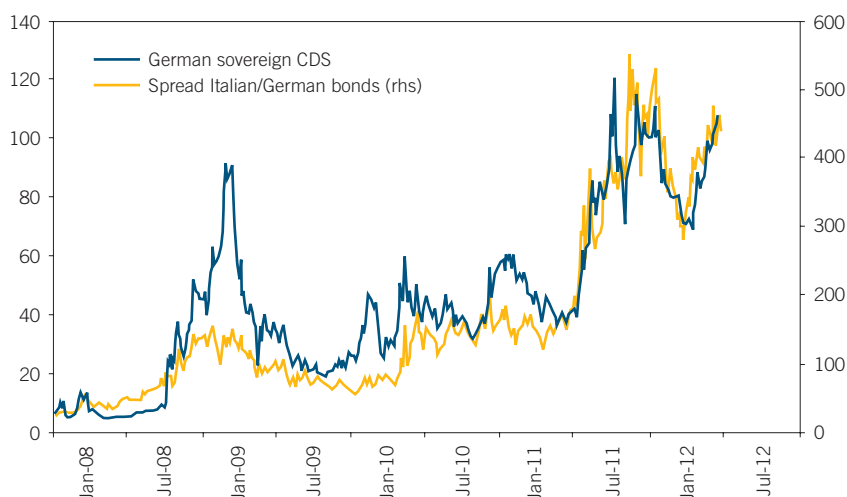
The question then is how much risk can really the euro area take on as a whole? And there has been in particular a lot of criticism about Germany, that it should do more, it should burden a bigger share of that responsibility and the risk. And what I want to make is that one has to be cautious in not assuming that there is an unlimited amount of risk that can be transferred.

One final figure on that (Graph 18), here you see the CDS on the German sovereign against the spread of the Italian government bond against the German bund. If you break it into two parts, before 2010 you don't see much of a relation between the two. If you go from 2011 onwards it's actually quite striking or quite shocking even how strong this link has become. So, the point I'm trying to make here is, risk in the periphery, risk in other countries like Italy has become very much the risk also of Germany.

Now let me conclude with the one final point and that is that everyone nowadays going to global meetings, sitting at the G20, finger points at the euro area, says 'look you're the

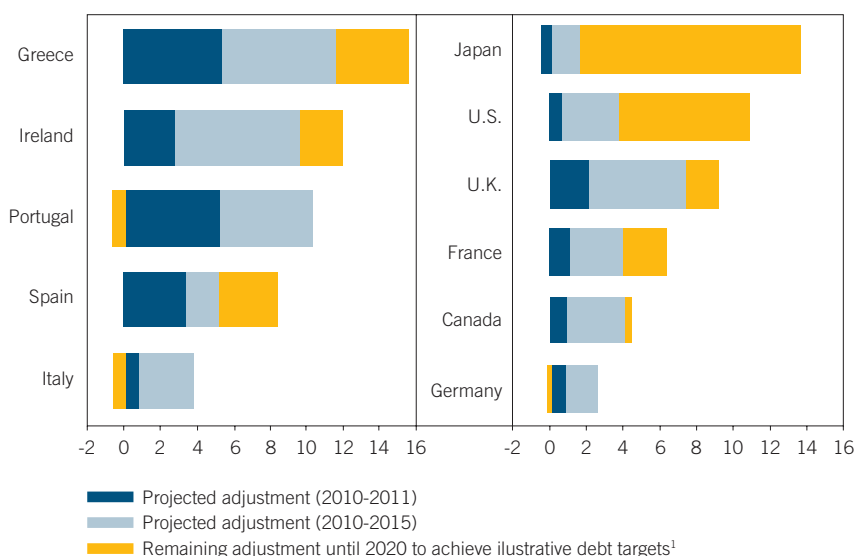
responsible for the low growth and the poor performance in the global economy, you are the main source of risk', but I think, of course, that is true, it is the main risk, and the main downside risk. But I think it's also important to warn that there are a lot of other things

GRAPH 18\_GERMAN AND ITALIAN SPREADS



Source: Bloomberg.

GRAPH 19\_CHANGE IN CICLICALLY-ADJUSTED PRIMARY BALANCES  
(PERCENT OF GDP)



Source: IMF.

happening in the global economy that we should watch very carefully. And one of them of course is fiscal policies in other countries. The G20 has been very clear, and the G20 framework working group, and also the leaders in Los Cabos action plan, that countries do need to consolidate their fiscal accounts and particularly for many advanced economies like the U.S. are very large. If you just focus on the right-hand column of Graph 24 you see that the fiscal consolidation needs are large.

Now, so this is maybe closing on a lighter note. So very much people in Europe may be worried about the European crisis at the moment, but there is still substantial risk coming from the rest of the world. Thank you.



# Development of Foreign Exchange Liquidity Support Mechanism in East Asia

By CHALONGPHOB SUSSANGKARN\*

Let me thank the organizers for inviting me to this conference. It's been a long journey but I've been interested in FLAR since the East Asian financial crisis, especially when the idea of the Asian Monetary Fund came up. You already heard this morning a little bit about the Chiang Mai Initiative and so on, and this will allow me to go over some of the parts more quickly, which is an advantage as I am the last speaker of the day. What I will talk about is how this mechanism started and the evolution to the present and also it's still an unfinished business and therefore the developments that we need to do in the future, particularly in terms of the relationship between the regional facility and the IMF.

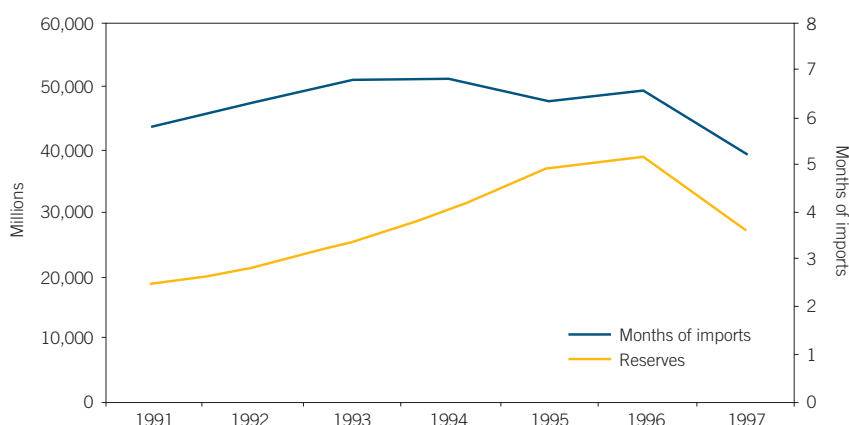
The origin of this mechanism arose from the East Asian financial crisis. This led to the formation of the ASEAN+3 group. ASEAN is the Association of South East Asia Nations. It started in 1967 with five countries: Indonesia, Malaysia, Philippines, Singapore, and Thailand, and then it added a number of other countries and now we have 10, including Brunei and the newer member countries of Cambodia, Laos, Vietnam, and Myanmar, the +3 refers to China, Japan and South Korea. Before the crisis, you cannot imagine this group forming because China and Japan do not want to talk to each other because of past frictions. And Korea and Japan do not want to talk to each other for much the same reasons. However, the crisis brought them together. And the crisis arose because Thailand, Indonesia, and South Korea became essentially insolvent. They did not have sufficient foreign reserves to back up their foreign currency obligations and had to enter IMF programs. Their problems also led to contagion to the whole region. I think if we had talked more to Latin America countries prior to the crisis and learned from the Latin American experiences, I think that the crisis could have been avoided. But because we did not talk to other people, so we did not understand the risks involved, particularly the need to have enough foreign reserves to cover the huge amount of short-term foreign debt.

If you look at the Thai foreign reserves (Graph 1), the paradigm at that time was to look at reserves in terms of the number of months of imports that the reserves can cover. So re-

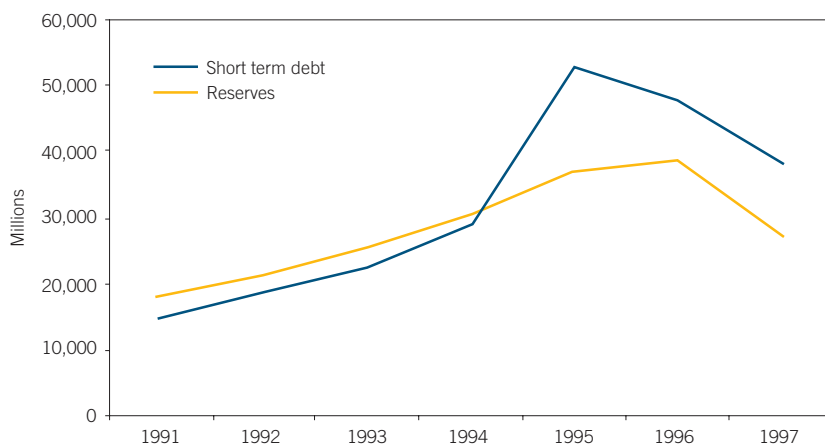
\* Chair of the Advisory Panel of The ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO).

serves were going up, the blue line, and in terms of months of imports reserves could cover more than five months. But of course at that time the fact that reserves was increasing was because a huge amount of short-term foreign borrowing was coming into the country. Basically, it was the typical Mundell Impossible Trinity. We basically had fixed exchange rates, started using independent monetary policy with very high interest rates compared to the outside, and therefore huge short-term capital inflows (mostly short-term foreign borrowing). And at that time, we did not really have the information on the short-term debt, and you can see that by the time we got to '95-'96 the short-term debt was already much bigger than reserves (Graph 2).

GRAPH 1\_THAILAND: FOREIGN RESERVES AND MONTHS OF IMPORTS



GRAPH 2\_THAILAND: SHORT-TERM DEBT AND RESERVES



Sources: Bank of Thailand.

Now, at that time East Asia as a whole was in fact a saving surplus region, every year the saving surplus for the region was more than \$100 billion annually, but deficit countries like Thailand had to rely on short-term foreign debt. So there were a lot of discussions after the crisis that if we had somehow more financial cooperation prior to the crisis then the deficit countries could have access to long-term financing without having to rely on short-term foreign borrowing, and the crisis may have been avoided.

And also there was a huge frustration that the region had very little role in the crisis resolution measures. These were dictated by the IMF with inputs from the US Treasury and Federal Reserves. They were by today's standards very harsh and controversial, because if you look at what happened during sub-prime crisis, it was completely different. So critics pointed to many things like stringent fiscal and monetary policies; one size fits all, ignored non-market based interventions; full guarantee for foreign creditors and also the imposition of rapid structural reform measures or "fire sale" types of policies. And again, East Asia felt that with more inputs within the region, resolution was possible with less pain. And this was the reason that pushed the region together.

The first proposal from Japan was the Asian Monetary Fund. This was unsuccessful because first of all there were not enough prior discussions among the relevant parties from within the region and from outside. So it did not receive full support within the region. Also, it was proposed just after the Thai program with the IMF started, so it was the wrong timing. And also there was a lot of criticism that if there was a regional monetary fund in Asia this would create more hazard vis-à-vis the IMF. And the fact that there were already FLAR in Latin America and the Arab Monetary Fund was not even mentioned. And I found out because I was writing a paper at that time, and then I was surprised that there were already these two, yet nobody says how come they can operate, the reason they're okay without more hazard to the IMF.

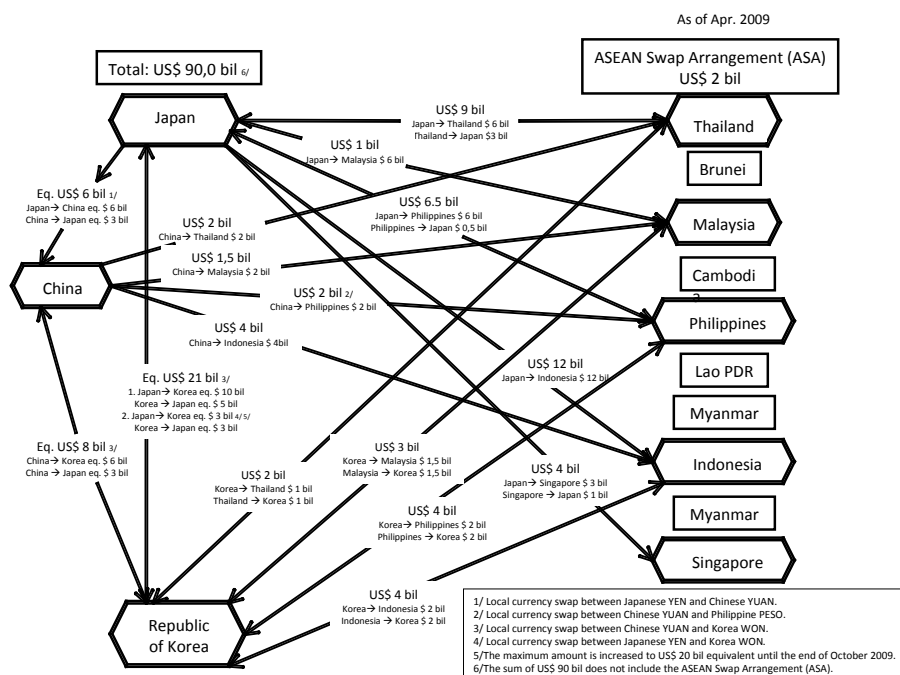
However, even when this Asian Monetary Fund idea was rejected, indeed some form of financial cooperation was pursued further. And this was developed basically at the meeting in Manila and the so-called "Manila Framework" was developed, it should be noted that at that meeting the U.S., IMF and World Bank were also there. And therefore what emerged from the Manila Framework was much more a conservative kind of approach, that is, the IMF would still be the central mechanism, and any kind of regional framework would be supportive of the IMF, and so this has been the framework up to the present.

The regional financing arrangement to supplement the IMF resources was eventually agreed in May 2000 at the sideline of the ASEAN+3 Finance Ministers' Meeting in Chiang Mai, Thailand and that's why it's called the Chiang Mai Initiative.

And what this was at that time was that in ASEAN there were already swap arrangements among the central banks of the original five ASEAN countries of about US\$ 200 million at that time. So this was expanded among the ASEAN countries to include swaps with the Plus 3 countries that had a lot more resources. So these ASEAN countries would have swaps with Japan, China, and Korea. But because of this framework that we should link always to the global facility, therefore the link to the IMF was established, that is, if you want to use more than 10% of your swap quota then it has to be under IMF's supervised program. This was eventually increased to 20%. The latest amount of CMI before it was replaced by CMIM was US\$ 90 billion. And this was the kind of spaghetti bowl of the swap arrangement (Graph 3).

Now, CMI is really more symbolic than effective. It would have made no difference for Thailand, for example, if CMI had existed before 1997. We would have been able to use about US\$ 2 billion dollars without being under an IMF program and this is of course insignificant compared to the amount of money we needed from the IMF, which was US\$ 17.2 billion. So really even if CMI was there, Thailand would still have to be under IMF supervision which is really no change. So CMI is really a work in progress toward something more effective.

GRAPH 3\_NETWORK OF BILATERAL SWAP ARRANGEMENTS (BSAs) UNDER THE CHIANG MAI INITIATIVE (CMI)



Sources: Ministry of Finance, Japan.

Now, as the region recovered from the crisis, it turned out that a facility like CMI seemed to be less important because exports became very important in sustaining the recovery from the crisis. Shares of exports in GDP increased significantly for the whole region and they all had large current account surpluses, and accumulated more and more reserves, and therefore if you have more reserves you have more self-insurance and less need for a regional facility. And you can see (Table 1) that by 2008, at about the time of the global financial crisis, huge amounts of reserves had been built up by countries in East Asia. This has continued, and in fact China alone now has more than US\$ 3 trillion in reserves.

TABLE 1\_GROSS OFFICIAL FOREIGN RESERVES

	1997	2000	2003	2006	2008
China	146.6	171.8	416.2	1,080.8	1,946.0
Hong Kong China	92.8	107.6	118.4	133.2	182.5
Indonesia	17.5	29.4	36.3	42.6	51.6
Japan	226.7	361.6	673.6	895.3	1,030.8
Korea, Republic	20.5	96.3	155.5	239.1	201.5
Malaysia	21.5	28.7	44.3	82.9	92.2
Philippines	8.7	15.1	17.1	23.0	37.5
Singapore	71.4	80.2	96.2	136.3	174.4
Thailand	26.9	32.7	42.2	67.0	111.0

Source: World Bank. World Development Indicators (Online through the Global Development Network).

Also, apart from more reserves we also have a better understanding of the dangers of short-term debt, a better paradigm in looking at the world. If you look at the world with the wrong paradigm you are bound to get into trouble. And also we have better monitoring and control of short-term debt. We also have more flexible exchange rates.

Before 1997 there was a fear of depreciation. Politicians would look at the situation like this; if we had to depreciate or devalue then this is a shame on the country, a shame on the Government, and a shame on the Central Bank. So they would do everything possible to try not to do it. And that's why they got into the crisis. But now it's the opposite actually. There's a fear of appreciation. They like to depreciate but because exports are so important, they don't want to appreciate. However, in spite of more reserves, the momentum to involve CMI into something more effective remained. And this is because CMI was initiated from a bureaucratic process, meetings of so-called finance and central bank deputies that was held about three times a year. And these deputies would work out how do we make progress, what new initiatives should be carried out, and they would submit it to the meet-

ing of the ASEAN+3 Finance Minister, and then the Finance Minister would endorse the things that the deputies have done. And therefore, once you start something, it's difficult to finish. And that's why CMI was still going on, even though reserves were increasing.

Of course once countries had more reserves, the cost of using some reserves in a regional liquidity mechanism also became less. And the CMI was eventually replaced by what was called the Chiang Mai Initiative Multilateralization (CMIM). CMIM is a common pooling of resources under a single contractual agreement. The ASEAN+3 countries contribute a certain amount of money into a common pool although the money remains with the various Central Bank. This was actually agreed in principle at the 10th ASEAN+3 Finance Ministers' Meeting in May 2007. I was the Finance Minister of Thailand at that time, and I attended that meeting as co-chair with the Minister from China. But it took three more years before all the main details were finalized and the CMIM came into effect on the 24th of March 2010. The total size initially was US\$ 120 billion, 80% contributed by the Plus Three countries: Japan, China and Korea, and 20% by ASEAN countries.

The issue of individual country's contribution was very difficult and took a long time to resolve. The more a country contributes, the more weight it will have in the new mechanism. That is more voting weight likely the IMF quota. China would suggest initially that the contributions should be based on the amount of reserves a country has, because China has more than Japan. Japan proposed that it should be based on the size of GDP because at that time Japan's GDP was bigger than that of China. While Korea proposed equal contributions among the Plus Three countries, because Korea is much smaller than the other two. Anyway, in the end they compromised with China and Japan contributing 40% each of the Plus Three's total contribution and Korea the other 20%.

The original ASEAN-5 countries contribute US\$ 4.552 billion each, and less so for the other countries. Some of them are very small, so you cannot expect them to contribute very much. These contributions are shown in Table 2.<sup>1</sup> We can also see in Table 2 what's called Purchasing Multiple. The Purchasing Multiple multiplied by a country's contribution to the pool is the maximum swap quota of the country. So, for example, in the case of Thailand we contribute US\$ 4.552 billion, multiplied by our purchasing multiple which is 2.5, so our total swap quota is about US\$ 11 billion US dollars. Table 2 also shows the voting weight. Again, this is of course a very difficult issue. As agreed, the voting weight was based on the following formula. Each country would have 1.6 basic votes (everyone the same) plus

<sup>1</sup> Hong Kong, China, also contributed some money to the pool as part of China's total contribution.

the number of billions of dollars they contribute to the pool. And if you add them up, the voting weight becomes like in the last column. It should be noted here that China, Japan and Korea together have more than 70% of the voting weight.

The link to the IMF was the same as before, that is, if you want to draw more than 20% of your quota, it has to be under IMF supervision. The CMIM started as a 90-day swap facility, which is a swap of local currency for US dollar, and it could be rolled over a maximum of 7 times. So, two years altogether in period.

On the decision rules, there are two types of decision rules. On fundamental issues such as size of the pool, contribution, the borrowing multiples, membership, and terms of

TABLE 2 CONTRIBUTIONS, MULTIPLIERS, VOTING AND RULES

Country	Contribution (US\$ billion)		Purchasing Multiple	Voting Weight
Brunei	0.03		5.0	1.158%
Cambodia	0.12		5.0	1.222%
People's Republic of China	38.4	PRC, Excluding Hong Kong	0.5	25.430%
		China 34.2		
		Hong Kong China 4.2	2.5	2.98%
Indonesia	4.552	2.5	4.369%	
Japan	38.4	0.5	28.410%	
Korea	19.2	1.0	14.770%	
Lao PDR	0.03	5.0	1.158%	
Malaysia	4.552	2.5	4.369%	
Myanmar	0.06	5.0	1.177%	
Philippines	4.552	2.5	4.369%	
Singapore	4.552	2.5	4.369%	
Thailand	4.552	2.5	4.369%	
Vietnam	1.00	5.0	1.487%	
Issues			Rule of Decision-Marking	
Fundamental Issues	Review (size, contribution, and borrowing multiples). Re-admission, Membership. Terms of Lending, Etc.		Consensus	
Lending Issues	Lending, Renewal, Default		Majority	

Source: CMIM.

swap agreements, the decision will be decided by consensus at the level of Ministers of Finance. On executive decisions on lending, renewal, default, this would be done using two-thirds majority of the Deputy-level representatives, as mentioned earlier, the Deputies meetings. As noted above, the Plus Three countries together have more than two thirds of the votes, so they can actually dictate the decision if they all agree irrespective of what the ASEAN countries want. But China and Japan often do not agree with each other, so maybe it will be more difficult for the Plus Three countries to dictate the conditions.

CMIM is supported by the so-called ASEAN+3 Macroeconomic Research Office (AMRO) based in Singapore. Thailand was also a candidate for the location of AMRO, but at a crucial meeting when they were selecting where to base it, our Finance Minister could not attend because there were a lot of political protests going on in Thailand and he had to be in Thailand, so, by default, Singapore got it.

Now, the task of AMRO is first of all to monitor, assess, and prepare quarterly reports on the macroeconomic situation and financial soundness of the ASEAN+3 Countries, for each of the thirteen countries and also for the region as a whole; to assess macroeconomic and financial vulnerabilities in any of the ASEAN+3 Countries and provide assistance in timely formulation of policy recommendations to mitigate such risks; and third, to ensure compliance of swap requesting parties with the lending covenants under the CMIM Agreement. So this is like the beginning of what may develop into an Asian Monetary Fund.

The selection of the Director of AMRO was also a very difficult issue. Japan and China felt that they should have a representative to be the Director. So in the end there was (as usual) a compromise. The Director's term is three years, so the compromise was that for the first year the Director will be Mr. Wei Benhua, a former deputy director of China's State Administration of Foreign Exchange, and for the next two years the Director will be by Mr. Yoichi Nemoto, a former Deputy Vice Minister of Finance for International Affairs at Japan's Ministry of Finance. Mr. Nemoto has taken over the directorship since May 2012.

AMRO started operations in April 2011. Basically the monetary authority of Singapore provided space of about half a floor in their building, and when Mr. Wei walked into the office there was nobody there, nothing there, no furniture, so basically he built up this office from zero. But he's done a very good job.

The important thing to emphasize is that the CMIM contributions are not actually paid into a common pool, but they are so called 'self-managed reserve pooling', that is, you



pool on paper, but the money remains with you, meaning that you also retain the interest earnings on the money. Because of this, the opportunity cost for each country is minimal, actual money from various countries is paid only when a swap program is initiated and the countries are expected to contribute their share based on their contribution share in the pool. Also, real money is needed for the expenses of AMRO.

So this low opportunity cost makes setting up CMIM easier. It also makes increasing the size of CMIM easier as happened early this year. However, this also means that the urgency to develop CMIM so that it becomes something as effective as possible may not be that high.

Nevertheless, as mentioned earlier, real money is needed for AMRO, and AMRO has a good amount of resources. I think this year they have something like US\$ 4.5 million for a total staff of about 30-35 by the end of this year. And because they are spending real money, each contributing country should be looking to make sure that the outcome is effective. Latest modifications of CMIM were in May 2012, the amount was doubled to US\$ 240 and in fact it could be doubled again with no problem. The swap maturity has also been modified in that if money is from the IMF linked portion it will be one year with two possible renewals, six months with three renewals for the IMF unlinked portion.

The IMF unlinked portion is now 30% with a target that may go up to 40% by 2014. This unlinked percentage was cause of huge debate. As the Chair of the AMRO Advisory Panel I had to attend the Deputies' Meeting and I sense that there was a clear difference of view. Most ASEAN countries seemed to want to cut the link to the IMF much more quickly, whereas with the Plus 3 countries, who are of course countries with global roles, they still want to retain this link with the IMF. And the idea is also that AMRO may need to be much stronger than it is now.

ASEAN+3 Finance Ministers tend to view the current CMIM as a crisis resolution facility, and they also want to develop a crisis prevention facility, similar to the IMF's Precautionary and Liquidity Line (PLL), with some qualification criteria based on five policy areas: external position and market access, fiscal policy, monetary policy, financial soundness and supervision, and data adequacy. And this is the current status of CMIM.

Now, even though countries have large reserves we've learned that unexpected shortages can occur as happened after the closure of Lehman Brothers. There was a huge liquidity crunch in the US and this led to withdrawal of funds from emerging market econo-

mies. Some countries in the region, such as Korea, was seriously affected. While Korea had more than US\$ 200 billion in reserves, which was more than its short-term foreign debt, but they still ran into liquidity problems. This is also related to using a wrong paradigm because apart from short-term debt, there are also foreign holdings that can be quickly liquidated and the money converted to US\$ to take out of the country, like foreign holdings of stocks and bonds. If we look at data of that time, it shows that while Korea had about US\$ 202 billion in reserves, short-term debt was very high (about US\$ 191), but there was also high foreign holdings of stocks (US\$ 111 billion), together with foreign holdings of bonds (US\$ 27), so Korea did not have enough backup for all of these potential short-term foreign liabilities combined (Table 3).

TABLE 3\_ADEQUACY OF FOREIGN RESERVES

	(1) FX Reserves (Bil. US\$)	(2) Short-term Debt (by remaining maturity)	(3) Foreign Holdings of Stocks	(4) Foreign Holdings of bonds	(5) Ratio of (1) to (2) + (3) + (4)
South Korea	201.7	191.1	111.0	27.0	61.3%
Indonesia	50.9	33.2	18.8	7.1	87.3%
Malaysia	91.3	42.4	22.3	11.8	119.3%
Philippines	39.6	14.3	11.6	0.6	149.4%
Thailand	112.3	35.1	30.7	1.7	166.4%

Source: Johanna Chua (2009).

At that time, CMIM was not yet operational, but CMI was. However, a country did not want to be under an IMF program, the amount available from the IMF unlinked portion of CMI was too small to be useful. And of course if the Korean government took Korea into another IMF program, the political backlash would be very strong and the government would be unlikely to survive. Somehow the experience of East Asia with the IMF during the 1997-1998 crisis was so bad that there's still a strong stigma attached to the IMF in most of East Asia. And it's not just from politicians, or academics, but from the media and the general public. So, any kind of link to the IMF, even with a flexible credit line with no conditionality, would likely be regarded as a symbol of shame. So countries would not go down the IMF path. That's why they would avoid it as much as possible. Instead, Korea got a swap with the US for US\$ 30 billion. Indonesia also had some liquidity problems at that time and it requested a similar swap with the US but this was refused. Indonesia actually

got a swap with China and also increased its CMI swap amount with Japan, simply to make sure that the unlinked portion with the IMF becomes bigger. So basically it's to avoid the IMF, so the IMF link is a major, major problem.

Even now, with the doubling of the size of CMIM to US\$ 240 billion and also the increase of the IMF unlinked portion to 30%, the amount that a country can use without the IMF link is still not sufficient. For example, Thailand's unlinked swap quota is now US\$ 6.8 billion. This is very small compared to US\$ 17.2 billion IMF program during the 1997-1998 crisis. So if we have another insolvency crisis that amount would not be sufficient, and the IMF would have to come in again. Or, if we compare it with the bilateral swap between Korea and the US Federal Reserve of US\$ 30 billion, the IMF unlinked amount is much smaller.

So countries will likely continue to avoid using the CMIM, and it's still very much an unfinished business. So what you need to do is to re-design the IMF link. And this is what I have been proposing over the last couple of years about how to re-design that. So you can re-design the CMIM as an integrated crisis prevention and crisis resolution mechanism. Crisis prevention means provision of temporary foreign exchange liquidity support, in cases where you have very rapid capital outflow and crisis resolution is where you get into an insolvency situation. Of course the tools are not clear-cut. When problems occur it's not clear whether it's actually a short-term problem or is it a more fundamental problem. In fact, if you allow a short-term liquidity problem to drag on without real support, it can easily change to become an insolvency situation. So that's why the mechanism has to make sure that if you want to deal with a temporary liquidity support situation the mechanism has to be able to provide sufficient funds and quickly. And if a country has a temporary liquidity problem and it passes the CMIM pre-qualifications, which I imagine would not be too stringent given the experiences that we have already been through and learned about in East Asia, and then CMIM should provide liquidity for that country without any IMF link up to the full amount of its quota. This will make it much more effective.

This is like in the case when the US Federal Reserve did the US\$ 30 billion swap with Korea when there was no conditionality. Of course, if Korea had needed to roll over many times, then that is where I think the US would say, oh, please go and talk to the IMF. And the idea here is the same, if it turns out that the liquidity problem does not go away, let's say, after 6 months (or whatever number of months that one feels to be appropriate), then the IMF link can be invoked. So instead of linking to the IMF based on a certain percentage of your quota, the link can be based on the length of time you need the money. If you needed, say, longer than a year, then it's almost sure that this is an insolvency situation. It's

not a temporary problem any more. And then, that's the time to bring in the IMF. And this will make the CMIM or the regional facility like the first line of defence and then the IMF would join in once it becomes a longer-term problem.

If you have this kind of link between the CMIM and the IMF, there will be many benefits. First of all, CMIM can really be useful to countries without worrying about the stigma of the IMF. So they will want to use CMIM. CMIM will also be complementary to the global facility (IMF), because we don't want to substitute the IMF, particularly with countries like Japan and China who are big players in the global economy; they don't want to be involved in a substitute for the global facility. So, you need to make sure that the two are complementary. Third, having this IMF link after, let's say, six or certain specified number of months is also very useful because countries don't want to be under the IMF, so this may actually lead them to carry out the right reforms before getting to the IMF stage. And lastly, if it became necessary to introduce conditionality, then the IMF can be used as an excuse because countries in the region don't want to impose harsh conditions on each other, but if these are necessary, we can always say that the IMF requires it.

So these are the benefits that you can get. Okay so let me ask what will happen if we don't go down this path? What will happen is that countries will avoid both the global facility, i.e. the IMF, and the regional facility. What they will do is that they will go the bilateral route. May be because during the global financial crisis the bilateral swaps with the US Federal Reserves seemed to be effective, countries are now beginning to go down the bilateral route. Korea now has a total of about US\$ 70 billion in swaps with Japan. This includes the US\$ 30 billion Won-Yen swap, a US\$ 30 billion Won-US Dollar swap. The Won-Yen swap is with the Bank of Japan while the Won- Dollar swap is with the Ministry of Finance because in Japan, the Ministry of Finance owns the foreign reserves not the Central Bank. And then it has about a US\$ 11.5 billion swap under the unlinked portion of the CMIM. Korea also has a Yuan 360 billion (about US\$ 57 billion) swap with China, which may be converted to US dollars in the future because China has huge dollar reserves.

Indonesia also has a Yen 1.5 trillion (about US\$ 19.5 billion) Rupiah-Yen swap with Japan, and a Yuan 100 billion (about US\$ 15.9 billion) Rupiah-Yuan swap with China. So this is what these countries are doing. So all the efforts we are doing with developing the global facility and with CMIM can become a complete waste of time.

Now, bilateral swaps in local currencies between two countries can be very useful when you have liquidity shortages for bilateral trade and investment with each other. However,

when the swaps involve convertible currency, such as the Yen, they can become means to deal with liquidity shortages of global currencies, particularly US dollars because you can always convert Yen to Dollar. And even in the case of the Yuan, it can be converted to dollar given China's agreement.

Unfortunately when you do bilateral swaps, you cannot avoid political considerations. It's decided by politics. And, it may not be related to whether countries' policies are good or bad. And what will happen as I can foresee is that because China and Japan have huge holdings of foreign reserves, and also because of the competition between them to get political leverage in the region, they will compete to do bilateral swap agreements with other East Asian countries. So, for example, if Thailand, which has very close economic ties to both Japan and China, came to them for currency swaps, they cannot refuse. If one country refused and the other country did not then this will be a big problem for the country that refused, with all kinds of political fallout. So I think this is why we need to change the IMF link to make sure that CMIM becomes much more effective.

Lastly, AMRO certainly needs to become much stronger. And I have been very impressed. As I mentioned, it started from nothing in April 2011. By the beginning of December 2011 it had about seven full-time staff, and most of these just came in November 2011. AMRO still managed to present its first surveillance report to the Deputy Meeting at the beginning of December 2011, which was very commendable. Now what happens is that every quarter they will have a surveillance report on the region and on each country in the region. The Advisory Panel meets with them to review the draft report, and then AMRO would make some revisions and then submit the report to the Deputies. By the end of this year they will have something like 20 professional staff, which actually is not that small given the fact that they are only doing surveillance on 13 countries.

So, I think pretty soon AMRO will be able to achieve an adequate level of capability and then one can go along the route where the link to IMF could be changed as suggested above, and AMRO and CMIM should focus a lot more on problems of temporary short-term foreign exchange shortages to prevent countries getting to a crisis situation. Of course AMRO needs to develop close working relationships with the IMF, ADB, BIS and so on, and particularly also with other regional monetary organizations like FLAR. The regional monetary organizations should regularly get together, because as Antonio mentioned, the system should not just contain the IMF at the global level, but also a network of regional monetary organizations at the regional level with some clear division of labour between the global and regional levels. I think that's the kind of route that should be emerging in the future.

# La arquitectura regional a la luz de la crisis

*POR JOSÉ ANTONIO OCAMPO\**

La arquitectura financiera regional con la que cuenta América Latina y el Caribe es quizás la más extensa del mundo en desarrollo. Con pocas excepciones, su historia está íntimamente vinculada a los acuerdos de integración comercial, área en la cual la región cuenta con una experiencia de medio siglo, no siempre exitosa. Las instituciones existentes incluyen cuatro bancos de desarrollo, un fondo de reservas y un acuerdo de pagos de vieja data. A ellas se han agregado en épocas recientes un nuevo banco de desarrollo, que entrará pronto en funcionamiento, varios acuerdos de pagos de alcance más limitado y algunas iniciativas que se vienen discutiendo en el marco de la Unión de Naciones Suramericanas (UNASUR). Existen tres casos de fracasos que tuvieron lugar durante la crisis de la deuda de los años ochenta del siglo pasado: el de un fondo centroamericano para el financiamiento de la balanza de pagos y el de los sistemas de pagos centroamericano y caribeño.

Estas instituciones constituyen ejemplos notorios de la complementariedad entre las instituciones globales y regionales. Sus principales ventajas son el fuerte sentido de pertenencia en las instituciones correspondientes, su capacidad de adaptarse a las demandas de sus miembros y la condición de acreedor preferente que poseen. Esta última se refleja en la baja o nula morosidad en sus obligaciones y, en algunos casos, en el hecho de que los miembros continuaron sirviendo sus obligaciones aún cuando se encontraban en moratorias temporales con acreedores privados e incluso con otros organismos multilaterales. De hecho, la mayoría de estas instituciones han funcionado bien en las crisis que ha experimentado la región y dos de ellas, FLAR y CAF, han logrado cumplir un papel anticíclico.

El bajo riesgo se refleja, a su vez, en las excelentes calificaciones crediticias. La del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es la mejor de América Latina, y las del Banco de Desarrollo de América Latina (CAF) y el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) superiores a las de todos sus miembros y solo inferior, en el caso de

\* Profesor de la Escuela de Asuntos Internacionales y Públicos y Miembro del Comité de Asuntos Globales de la Universidad de Columbia. Previamente Secretario General Adjunto de las Naciones Unidas para Asuntos Económicos y Sociales, Secretario Ejecutivo de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL) y Ministro de Hacienda de Colombia. Este ensayo hace parte de un documento más amplio preparado para la CEPAL y fue presentado en la Conferencia sobre "Regionalismo financiero y estabilidad macroeconómica" organizado por el Fondo Latinoamericano de Reservas en Cartagena el 6 y 7 de julio de 2012.

algunas de las agencias calificadoras, a la de Chile. Esto les permite, además, acceder a los mercados en condiciones privilegiadas, que a su vez les permite otorgar préstamos a los miembros en condiciones muchas veces más ventajosas que las que éstos podrían obtener en los mercados privados de crédito.

Por el lado negativo, debe señalarse que el grueso de los países que han participado activamente son países medianos y pequeños; por el contrario, algunos de los países más grandes, entre ellos Brasil y México, han sido menos activos, aunque el primero ha comenzado a participar crecientemente en los acuerdos regionales. A ello deben agregarse los ya mencionados fracasos de los acuerdos de pago centroamericano y caribeño de los años 1980 y el alcance muy limitado de los acuerdos de la ALADI y los que han sido creados recientemente. Además, pese a las funciones anticíclicas que han desempeñado algunas de estas instituciones, las de alcance mundial (el FMI y el Banco Mundial) son las que siguen desempeñando prioritariamente dicho papel.

Debe destacarse, además, que un elemento muy importante de este éxito ha sido su capacidad para distanciarse de las diferencias políticas entre sus miembros. Esto es particularmente notorio en el caso centroamericano, donde las tensiones políticas han sido importantes en el pasado. Una excepción en esta materia fue la dificultad que tuvo el FLAR para nombrar Presidente Ejecutivo durante un período, debido a las diferencias de orientaciones políticas de sus miembros. Esto significa un gran reto para las iniciativas de la Alianza Bolivariana para los Pueblos de Nuestra América (ALBA), que deberán mostrar su capacidad para crear entidades estrictamente técnicas que sean capaces de incorporar nuevos miembros independientemente de sus inclinaciones políticas.

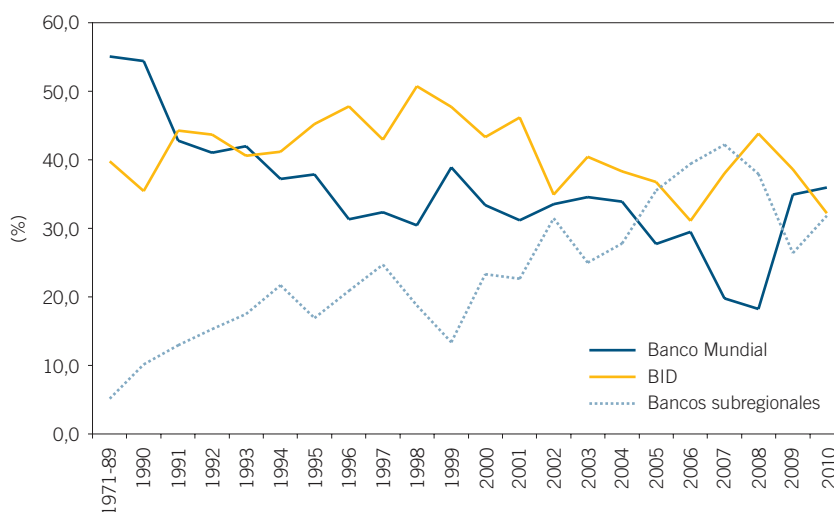
## **I. Los bancos de desarrollo**

La experiencia regional más amplia es, sin duda, la de los bancos de desarrollo. La región cuenta en este sentido con tres bancos que tienen su origen en procesos subregionales de integración: la CAF, el BCIE y el Banco de Desarrollo del Caribe (BDC). De ellos, el primero, aunque nacido de la integración andina (en términos estrictos, un año antes que el Acuerdo de Cartagena) ha ampliado su membresía a lo largo de las últimas décadas hasta contar con catorce miembros latinoamericanos, dos caribeños y dos europeos con lazos históricos con América Latina (España y Portugal), con lo cual ha llegado a ser un banco virtualmente regional, un hecho que se refleja en su nuevo nombre, Banco de Desarrollo de América Latina. Tiene, además, la característica casi única entre los bancos multilaterales de desarrollo de no tener una división entre prestatarios y no prestatarios, sino en

ser una verdadera cooperativa multilateral de crédito en la cual todos los miembros (incluyendo los dos europeos) son prestatarios potenciales. Por otra parte, en el caso del BCIE y el BDC algunos de los países no prestatarios son de otras partes de la región (Argentina, Colombia y México, en el primer caso, y Colombia, México y Venezuela en el segundo). A estos tres organismos se agrega uno de menor alcance, el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca del Plata (FONPLATA), que tiene unos propósitos más limitados, los del desarrollo económico e integración física de dicha cuenca. Debido a esto, el análisis que sigue no incluye esta institución.

El gran dinamismo de los tres primeros se refleja en el aumento en su participación en el total de créditos otorgados por bancos multilaterales de desarrollo a la región. De hecho, como lo indica el Gráfico 1, estas instituciones eran relativamente marginales en los años 1970 y 1980, cuando el Banco Mundial dominaba todavía el panorama crediticio multilateral, seguido por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID). Con posterioridad se expandieron en forma dinámica, tanto en 1990-97 como, especialmente, en 2000-07 hasta lograr superar en algunos años tanto al Banco Mundial como al BID en términos de financiamiento a la región (39.4% y 42.2% del total de préstamos multilaterales a la región en 2006 y 2007, respectivamente). Esto fue acompañado por una reducción sustancial de largo plazo en la participación del Banco Mundial en los préstamos a la región y, desde la primera década del siglo XXI, también del BID.

GRÁFICO 1 PARTICIPACIÓN DE LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO AL FINANCIAMIENTO DE AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE



Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.



Como lo refleja el origen de estos procesos en acuerdos subregionales de integración y la estructura de los miembros, su contribución al financiamiento de las distintas subregiones es muy diferente. Este hecho se refleja en el Cuadro 1, que muestra que en la región andina y centroamericana, las instituciones correspondientes alcanzaron o superaron el monto de los préstamos otorgados conjuntamente por el Banco Mundial y el BID durante la primera década del siglo XXI. El alcance es algo menor en el caso del BDC. Además, tanto este último como el BCIE tuvieron una participación mucho más baja en los préstamos subregionales durante los años más agudos de la crisis financiera reciente, 2008-09, reflejando su carácter procíclico (véase más adelante), por lo cual sus participaciones en el financiamiento de sus respectivas subregiones son mayores cuando se excluyen estos años.

CUADRO 1\_CONTRIBUCIÓN DE LOS BANCOS SUBREGIONALES AL FINANCIAMIENTO DE SU RESPECTIVA SUBREGIÓN, 2000-2009 (MILLONES DE DÓLARES)

	Comunidad Andina	Centro América	Caribe
Banco Mundial + BID	30.908	12.184	2.951
Banco subregional	37.131	12.168	1.789
Participación del banco subregional	54,6%	50,0%	37,7%
(Excluyendo 2008-09)	54,5%	56,7%	42,7%

*Fuente:* Informes Anuales de los diferentes bancos.

Una característica notable de estas instituciones ha sido su adaptación a las demandas de sus miembros (Titelman, 2006). A ello se puede agregar la mayor flexibilidad para trabajar con el sector privado, lo que hace innecesario crear instituciones adicionales con este propósito. La CAF destina más de dos terceras partes de su portafolio a la infraestructura de energía, agua, transporte y comunicaciones, un área que no ha sido bien servida por el Banco Mundial y el BID en décadas recientes, aunque en ambos casos (y especialmente el del BID) ha recibido atención creciente en los últimos años. Por su parte, el BCIE define sus tres ejes estratégicos como el desarrollo social, la competitividad y la integración regional, y como temas transversales la sostenibilidad ambiental y la equidad de género, pero más de tres quintas partes de su cartera se destinan a infraestructura física. El BDC define sus objetivos como la reducción de la pobreza en un marco de desarrollo económico y social sostenible y cuenta con un amplio programa organizado en términos de tres fondos: uno de desarrollo (que incluye el manejo de riesgos naturales, muy importante en esta subregión), uno de necesidades básicas insatisfechas y otro para proyectos dirigidos a la juventud. En la práctica, este banco y, en menor medida el BCIE, destinan muchos más recursos a

programas multisectoriales y al sector financiero. Desafortunadamente, la clasificación muy diferente de los objetivos sectoriales de los préstamos hace muy difícil una comparación precisa de los portafolios de las distintas instituciones de desarrollo multilaterales.

Un hecho que se puede destacar es que, aunque la integración regional figura claramente en los objetivos de estas instituciones subregionales, el apoyo a la infraestructura de la integración regional ha sido mucho menos prominente en todas estas instituciones que en el caso del Banco Europeo de Inversiones, aunque ha avanzado gracias a las iniciativas de integración física regional mesoamericana y sudamericana que se pusieron en marcha hace algo más de una década. Esto refleja, por lo demás, la menor atención que se ha otorgado en el pasado a esta dimensión de la integración regional, quizás con la excepción de la integración energética centroamericana, que es de más antigua data. Además, a diferencia del Banco Mundial y, en menor medida del BID, los préstamos por programa figuran de manera menos clara en su portafolio; en la práctica, estos préstamos pueden ser considerados como financiamiento presupuestal general (o incluso, en coyunturas críticas, como préstamos de balanza de pagos). Esta es una de las áreas donde las entidades subregionales pueden ampliar sus actividades.

Por otra parte, como ya se ha mencionado, todas estas instituciones cuentan con una calificación crediticia superior a la de sus miembros. Esto les permite beneficiarse colectivamente del acceso a los mercados de capitales internacionales, al cual no tienen acceso de hecho algunos de sus miembros, o lo tienen solo en condiciones muy desventajosas en términos de costo y/o plazo. Todas ellas se caracterizan por un fuerte sentido de pertenencia, lo cual se refleja además en una baja o nula morosidad de la cartera.

La principal desventaja es la limitada capacidad de las distintas instituciones de desempeñar un papel anticíclico. Gracias a la garantía implícita que otorgan los Estados Unidos y otros países industrializados, el Banco Mundial y el BID están mejor capacitados para ejercer la función de aumentar el financiamiento durante los años de crisis. Así lo indica el Cuadro 2, donde se reproduce la evolución de los montos anuales de financiamiento de todas las instituciones durante el auge de 2003-07 y la crisis financiera internacional reciente. En efecto, ambas instituciones fueron capaces de aumentar su financiamiento a la región en forma rápida y sustancial, superando en 2009 los niveles promedio de 2003-07 en 162% y 124%, respectivamente. Debe anotarse que algo similar aconteció durante la crisis de fines del siglo XX. Por este motivo, dentro de la tendencia descendente de largo plazo, la participación de Banco Mundial en el financiamiento a la región ha tendido a aumentarse durante las crisis internacionales (Gráfico 1).

La CAF ha jugado también un papel anticíclico claro, especialmente durante la crisis reciente, un papel que ya había reconocido explícitamente dentro de sus objetivos como banco de desarrollo antes de la crisis. Sin embargo, el aumento de su financiamiento ha sido algo menos marcado que en los casos del Banco Mundial y el BID. Lo contrario aconteció en el BCIE, que redujo sustancialmente sus préstamos durante los años de crisis, mostrando de esta manera un comportamiento claramente procíclico. En menor escala esto mismo aconteció con el BDC, cuya tendencia ascendente se interrumpió.

Cabe agregar que otra novedad que han desarrollado los bancos de desarrollo y, en particular, el BID y la CAF, ha sido la emisión de bonos denominados en monedas de los países latinoamericanos miembros. Desde que esta innovación fue introducida en 2004, estas emisiones han constituido una alta proporción del total de emisiones de la CAF (Ocampo y Titelman, 2009-10, Cuadro 2). La base de los inversionistas ha sido tanto local como internacional. Estos bonos tienen la característica de que permiten separar el riesgo de monedas del riesgo de crédito y de esta manera agregan valor para los inversionistas correspondientes.

Este desarrollo tiene varias implicaciones positivas, tanto para los bancos como para los países. En primer término, se beneficia del desarrollo de los mercados locales de bonos, pero a su vez retroalimenta dicho desarrollo con la participación de agentes altamente confiables para los inversionistas. En segundo lugar, contribuye a reducir la dependencia del financiamiento internacional, que continúa siendo procíclico para los países de la re-

CUADRO 2\_CRÉDITOS OTORGADOS POR LOS BANCOS MULTILATERALES DE DESARROLLO A AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE (MILLONES DE DÓLARES)

	<b>Banco Mundial</b>	<b>BID</b>	<b>CAF</b>	<b>BCIE</b>	<b>BDC</b>
2003	5.821	6.810	3.304	682	219
2004	5.320	6.020	3.504	750	114
2005	5.166	6.858	4.746	1.722	153
2006	5.911	6.239	5.521	2.241	137
2007	4.553	8.735	6.607	2.892	211
2008	4.660	11.226	7.947	1.416	348
2009	14.031	15.507	9.170	1.258	174
2010	13.907	12.464	10.533	1.503	301
2011	9.629	10.911	10.066	1.629	
2009 vs. promedio 2003-07	162,1%	123,7%	93,6%	-24,1%	4,3%

Fuente: Informes Anuales de los diferentes bancos.

gión. Además, permiten a los bancos multilaterales ampliar sus fuentes de financiamiento, al tiempo que reducen sus riesgos como prestamistas, al disminuir el riesgo cambiario asociado a los proyectos que financian y que no generan ingresos en divisas. Por último, reducen el riesgo de los países asociado a su exposición a deudas denominadas en monedas extranjeras, cuyo valor se incrementa durante las crisis cuando se deprecian las monedas nacionales.

Conviene agregar que en julio de 2012 comenzará a operar el Banco del Sur. Su gestación ha sido larga, ya que se inició con el lanzamiento de la propuesta en 2007 y la firma del convenio constitutivo en 2009. Su capital potencial es de US\$7.000, una vez se adhieran los siete miembros potenciales<sup>1</sup>. Su gran reto es establecer desde el comienzo un manejo profesional sólido, para garantizar un acceso en condiciones preferenciales (es decir, mejor que la de sus miembros individuales) a los mercados financieros internacionales y eventualmente lograr, como la CAF, el acceso regular a dichos mercados, que es lo que le permite cumplir una función anticíclica.

## II. El financiamiento de balanza de pagos

La región ha creado a lo largo de la historia dos mecanismos de financiamiento de la balanza de pagos: el Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria (FOCEM) y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR, originalmente Andino, FAR), en 1969 y 1978, respectivamente. El primero fue un mecanismo de alcance limitado que colapsó durante la crisis de la deuda de los años 1980. El segundo ha sido, por el contrario, una institución exitosa y, de hecho, única en el mundo en desarrollo, que ha prosperado por más de tres décadas.

El FOCEM fue un mecanismo de cooperación diseñado en el contexto del Consejo Monetario Centroamericano, creado en 1964 con el propósito eventual de converger hacia una unión monetaria, objetivo que fue eventualmente abandonado. Proporcionaba líneas de crédito de liquidez (hasta de un año) y de estabilización (5 y 8 años) con base en las reservas de los países miembros y de algunas líneas de crédito con la que contaban para este propósito. Su alcance fue muy limitado. Fue usado por primera vez en 1975, pero el financiamiento que otorgó a los países miembros durante el auge de 1975-79 fue apenas de US\$34 millones, equivalente apenas al 5% de los déficit en cuenta corriente de la sub-

<sup>1</sup> Argentina, Brasil y Venezuela aportarán US\$2.000 cada uno, Uruguay y Ecuador US\$400 millones y Bolivia y Paraguay US\$100 millones. Sin embargo, falta la ratificación de Brasil y Paraguay. Pese al aporte diferencial, funcionará con base en el principio de un país un voto.

región durante esos años. En 1980-84 más que duplicó dicho financiamiento, a US\$88 millones, pero estos recursos apenas representaron poco menos del 6% de los déficit en cuenta corriente (González del Valle, 1990, Anexo A.1) y una fracción del financiamiento otorgado por el FMI, que alcanzó al equivalente a US\$646 millones en 1983 y que se había acumulado en su mayoría desde 1979. Durante los años siguientes, el FOCEM esencialmente rotó las obligaciones existentes. Fue eliminado finalmente en 1996.

En abierto contraste con esta experiencia, el FLAR comenzó a prosperar en la propia década perdida, cuando facilitó financiamiento a todos sus miembros<sup>2</sup>. Después de transformarse de fondo andino en latinoamericano en 1991, logró la adhesión de Costa Rica en 1999 y Uruguay en 2008. De acuerdo con sus estatutos, tiene tres funciones básicas: (i) proporcionar apoyos de balanza de pagos a través de préstamos o garantías; (ii) mejorar las condiciones de inversión de reservas de los países miembros; y (iii) contribuir a armonizar las políticas cambiarias, monetarias y financieras de dichos países. La primera ha sido en la práctica la función más importante y a ella me referiré con detalle. La segunda función ha aumentado en años recientes, contribuyendo a manejar los portafolios no solo de reservas de los países sino de otras instituciones públicas y proporcionando asesoría y entrenamiento en ese campo. Ello se ha reflejado en un crecimiento de los depósitos en la institución, que ha sido particularmente marcado desde 2006 (US\$2.297 millones a finales de 2011 vs. un promedio de US\$359 millones en la década previa a 2006). La tercera función ha sido relativamente marginal: ha comprendido la participación en diálogos macroeconómicos regionales, que han sido muy limitados en sus objetivos, y en la organización de conferencias anuales de alto nivel.

De las cinco líneas crediticias con que cuenta la institución, la más utilizada ha sido la de balanza de pagos, que provee financiamiento de hasta tres años (con uno de gracia para amortizaciones) por el equivalente a 2.5 veces el capital pagado<sup>3</sup>. Le sigue de cerca la línea de liquidez, que proporciona recursos por un año y hasta por el capital pagado. La línea de reestructuración de deuda, que tiene condiciones similares a la de balanza de pagos pero se limita a 1.5 veces el capital pagado, ha sido usada en dos ocasiones: por Ecuador en 1995 y por Costa Rica en 2003. La línea de contingencia, que se facilita por 6 meses renovables hasta por 2 veces el capital pagado, ha sido utilizada solo por Colombia en 1999 pero no fue desembolsada. En tres casos adicionales, los créditos de balanza de pagos o de liquidez

<sup>2</sup> Véase un análisis más detallado de la historia del FLAR en FLAR (2011b) y Ocampo y Titelman (2012).

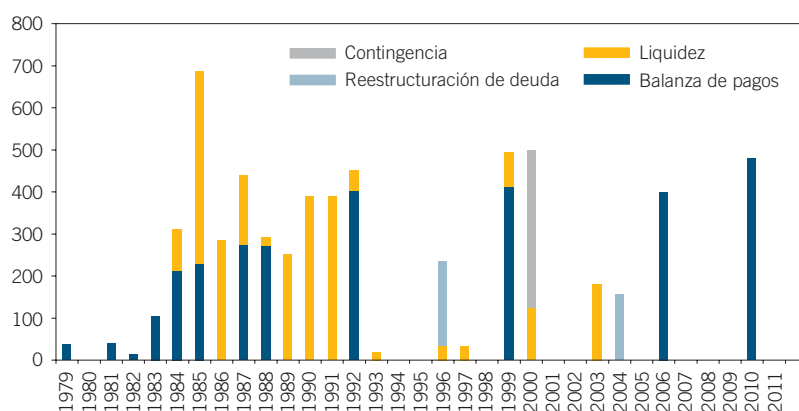
<sup>3</sup> En este caso, como el de las demás líneas de crédito, Bolivia y Ecuador tienen un cupo adicional de 0.1 veces el capital pagado.

no fueron desembolsados y por ello podrían considerarse implícitamente como créditos de contingencia<sup>4</sup>. No se ha hecho uso de la una quinta línea de crédito, la de Tesorería.

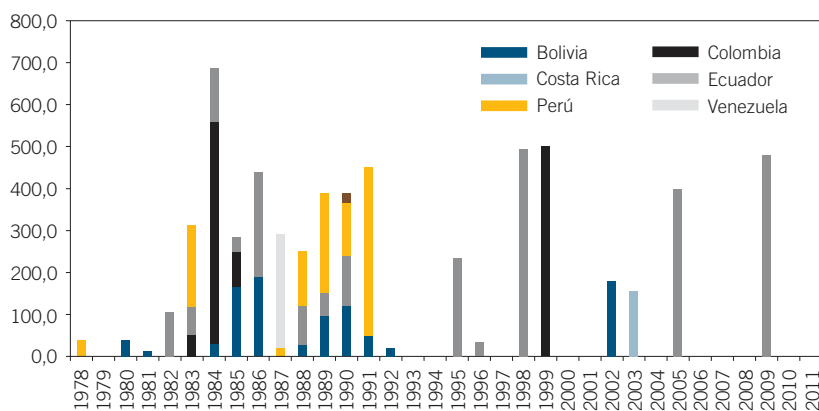
El Gráfico 2 resume la evolución anual de los créditos otorgados por el FLAR tanto por línea de crédito (panel A) como por país beneficiario (panel B). Como se puede apreciar, los créditos han sido otorgados fundamentalmente durante períodos de crisis: durante la

GRÁFICO 2\_CRÉDITOS DEL FLAR  
(MILLONES DE DÓLARES)

Panel A. Por tipo de crédito



Panel B. Por país receptor



Fuente: FLAR.

<sup>4</sup> El crédito de balanza de pagos otorgado a Perú en 1991, uno de liquidez otorgado a Colombia en 1999 (por encima del de contingencia) y uno de liquidez a Bolivia en 2002.

crisis de la deuda de los años 1980 (hasta 1991), 1989-89 y 2009, con la mayor concentración en el primer período. Lo que es igualmente interesante, todos los países miembros (con excepción de Uruguay, que solo se adhirió en 2008) han usado sus facilidades crediticias. Esto indica que aún si una crisis golpea a todos los países, como fue cierto de la de los años 1980 (que también afectó a Colombia, pese a su menor endeudamiento externo), todos los miembros se pueden beneficiar porque las necesidades no coinciden exactamente en el tiempo, es decir porque las necesidades de financiamiento son en la práctica secuenciales y no simultáneas.

Los principales beneficiarios han sido, sin embargo, los países más pequeños de la comunidad andina, Bolivia y Ecuador. También es cierto, como veremos, que un fondo del tamaño actual no podría satisfacer demandas sustanciales por parte de los miembros de mayor tamaño. Estos dos hechos indican que el FLAR no solo ha operado sino que necesita hacerlo con reglas implícitamente redistributivas. Los países más grandes dentro del acuerdo se beneficiarán de todas maneras de estos créditos a los más pequeños en la medida en que ello contribuya a evitar una contracción severa en el los flujos intrarregionales de comercio.

El Cuadro 3 resume, por otra parte, la manera como los distintos países han utilizado las facilidades crediticias existentes. En términos absolutos, Ecuador ha sido el usuario más importante, ya que se ha beneficiado de dos quintas partes de los créditos otorgados por el FLAR a lo largo de su historia y de cerca de la mitad de los desembolsados. Colombia, Perú y Bolivia le siguen, en ese orden, con cerca de una quinta parte de los créditos otorgados cada uno (o 15% si nos enfocamos en los desembolsos). Venezuela y Costa Rica (este último miembro más reciente) han usado las líneas en menores montos. En términos de utilización de las distintas facilidades, Bolivia y Colombia han preferido usar las líneas de liquidez, en tanto que Perú y, en particular, Ecuador, han hecho un uso más activo de las líneas de balanza de pagos; este último ha usado, de hecho, más de la mitad de los recursos que se han desembolsado a través de esta línea en la historia del FLAR.

Por su parte, el Cuadro 4 compara la historia de los préstamos desembolsados por el FMI con aquellos otorgados y desembolsados por el FLAR a sus países miembros. El FLAR ha superado a la institución global en varios períodos, incluyendo los años críticos de la crisis de la deuda, la crisis de las economías emergentes de fines de los años 1990 y comienzos de los 2000s, y la crisis financiera global reciente. De hecho, para el período en que ha existido, la FLAR ha superado al FMI, si excluimos a Venezuela de las estimaciones. En varias ocasiones, los países han preferido usar al fondo regional sobre el mundial,

CUADRO 3\_FLAR vs. IMF: CRÉDITOS A LOS PAÍSES MIEMBROS, 1978-2011  
(MILLONES DE DÓLARES)

	Liquidez	Balanza de pagos	Reestructuración de deuda	Contingencia	Total FLAR	(%)	Desembolsos FLAR	Desembolsos FMI	FLAR/FMI
<b>Viejos miembros</b>									
Bolivia	779	153	0	0	931	15,1	750	998	0,75
Colombia	560	229	0	375	1.164	18,8	664	0	
Ecuador	700	1.588	200	0	2.488	40,2	2.488	1.159	2,15
Perú	519	636	0	0	1.154	18,7	746	2.213	0,34
Venezuela	23	271	0	0	294	4,7	294	3.642	0,08
<b>Nuevos miembros</b>									
Costa Rica	0	0	156	0	156	2,5	156	0	
Uruguay	0	0	0	0	0	0,0	0	0	
Total	2.579	2.876	356	375	6.186	100,0	5.098	8.011	0,64
(%)	41,7	46,5	5,8	6,1	100,0				

*Nota:* En los casos de Costa Rica y Uruguay, el financiamiento del FLAR y el FMI se refiere al período desde cuando el país es miembro.

*Fuentes:* FLAR y Banco Mundial, Indicadores sobre desarrollo mundial.



incluyendo a Perú en medio de la crisis severa que enfrentaba en 1988. Colombia también prefirió usar al FLAR sobre el FMI durante las dos últimas décadas del siglo XX, y lo mismo es cierto de Costa Rica desde cuando es miembro del fondo regional y de Ecuador en años recientes.

CUADRO 4\_PRÉSTAMOS DEL FLAR Y EL FMI A PAÍSES MIEMBROS DEL FLAR  
(MILLONES DE DÓLARES)

Subperíodo	FLAR		FMI	FLAR/FMI
	Aprobado	Desembolsado	Desembolsado	Desembolsado
1978-1982	195	190	984	0,19
1983-1988	2.263	2.263	1.089	2,08
1989-1993	1.250	847	4.279	0,20
1994-1997	267	267	1.012	0,26
1998-2002	1.174	494	403	1,22
2003-2007	556	556	244	2,28
2008-2011	480	480	0	
Total	6.186	5.098	8.011	0,64
Excluyendo Venezuela	5.893	4.804	4.370	1,10

*Nota:* Préstamos acumulados por subperíodos. En los casos de Costa Rica y Uruguay, los préstamos del FMI se refiere únicamente a los años en los cuales estos países eran miembros del FLAR

*Fuentes:* FLAR y Banco Mundial, Indicadores sobre desarrollo mundial.

El principal período en el cual el FMI superó al FLAR fue en 1989-93, cuando Venezuela usó en gran escala los recursos del FMI, a lo que se agregó un crédito de Perú en 1993. Este caso, al igual que el uso de los créditos contingentes del FMI que ha usado Colombia desde 2009 (sin desembolso alguno) indica que el FLAR no puede satisfacer demandas sustanciales de sus miembros de mayor tamaño. Este patrón es similar al que observamos en el caso de los bancos de desarrollo donde, pese al avance logrado por los bancos subregionales, y especialmente de la CAF, el Banco Mundial está en capacidad de responder a demandas anticíclicas de financiamiento en gran escala por parte de los países de la región.

Por otra parte, la historia de uso de las líneas de ambos fondos por parte de los países miembros del FLAR indica que una de las grandes ventajas de un fondo regional es que facilita que los países adopten estrategias diferentes de uso de sus potenciales facilidades crediticias a las cuales tienen acceso. Bolivia y Ecuador han tendido a utilizar las líneas del FLAR y el FMI en forma complementaria. Otros países han preferido utilizar el fondo

regional en períodos específicos: Colombia durante los años 1980 y 1990, Perú en la segunda mitad de la década de 1980 y Costa Rica y Ecuador en épocas recientes. El FMI ha predominado, por el contrario, cuando hay grandes necesidades de financiamiento de los países de mayor tamaño: Venezuela en 1989-91, Perú en 1993 y las líneas contingentes que ha usado Colombia recientemente.

### III. Los acuerdos de pagos

El mecanismo más antiguo de cooperación financiera regional, pero también donde se han dado los principales fracasos, son los acuerdos de pagos asociados al comercio intrarregional. El más antiguo fue el centroamericano, creado en 1961 por tres países y al cual se habían adherido todos los miembros del Mercado Común Centroamericano dos años más tarde. A ellos se agregó el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI, creado en 1965 y reformado en 1982, y la Facilidad de Compensación Multilateral (*Multilateral Clearing Facility*) de CARICOM de 1977. Todos ellos prosperaron hasta los años 1970, beneficiándose del auge del comercio intrarregional que tuvo lugar durante las dos décadas anteriores a la crisis de la deuda, pero también retroalimentando el auge del comercio recíproco. Sin embargo, el primero y el tercero fueron víctimas de la crisis de la deuda de los años 1980, en tanto que el de la ALADI sobrevivió e incluso prosperó durante esos años. En años recientes se han lanzado, además, nuevas iniciativas en este campo, cuyo desarrollo es todavía limitado.

El primero de estos acuerdos funcionó muy bien por casi dos décadas. Entre 1962 canalizó US\$8.194 millones, equivalentes al 92% del comercio intrasubregional y logrando un grado de compensación del 87%. Gracias a su éxito, a partir de 1976 se permitió que otras transacciones corrientes se canalizaran a través del acuerdo. Más aún, este éxito se dio pese a las tensiones políticas de entonces (en particular, la guerra entre El Salvador y Honduras en 1969) y las económicas generadas por los programas macroeconómicos de ajuste de Costa Rica de fines de los 1960 y comienzos de los 1970. Sin embargo, el sistema colapsó a comienzos de la crisis de la deuda. El principal problema fueron los cuantiosos déficit de Nicaragua y las deudas que acumuló con Costa Rica y Guatemala debido a su incapacidad de cumplir la obligación de cubrirlas en divisas en los cortes semestrales de cuentas. A su vez, como vimos, el mecanismo de financiamiento de balanza de pagos, FOCEM, era muy pequeño para financiar dichas obligaciones. Las deudas acumuladas, por cerca de US\$700 millones, llevaron al uso decreciente del mecanismo a lo largo de la década de 1980. Los intentos de revivirlo a fines de dicha década con apoyo de la Unión Europea, así la iniciativa previa para crear un mecanismo de pagos novedosos (el Derecho

de Importación Centroamericano), fracasaron por la no participación de países claves. El sistema fue formalmente suspendido en 1992 (Guerra Borges, 1996).

A su vez, el sistema de compensación del CARICOM multilateralizó un sistema de pagos basado en acuerdos bilaterales creado en 1969 y que promovía el uso de monedas locales en el comercio intrasubregional. El sistema exigía inicialmente compensaciones trimestrales, pero a partir de 1978 se convirtieron en compensaciones semestrales, aunque autorizando a los países deficitarios a diferir hasta la mitad de sus obligaciones. El sistema canalizó US\$436 millones, lo cual representó una proporción baja de las transacciones intrarregionales, entre otras cosas porque las de petróleo y fertilizantes solo se incluyeron en 1980 y muchas se siguieron pagando por fuera del acuerdo con posterioridad. El mecanismo colapsó, sin embargo, muy pronto, en 1983, debido a déficit de algunos de sus miembros, especialmente Guyana, que no pudo ser financiado por los dos principales países superavitarios, Barbados y Trinidad y Tobago<sup>5</sup>, cuando estos enfrentaron sus propias dificultades de balanza de pagos a comienzos de los años 1980. Para el final del acuerdo, las deudas de Guyana sumaban casi el cupo máximo de US\$100 millones, más de la mitad de las cuales correspondían a obligaciones acumuladas en períodos previos (Bulmer-Thomas, 2012, pp. 397-98; Miller, 1993).

A diferencia de estos mecanismos, el Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos de la ALADI no solo superó sino que incluso prosperó durante la década perdida de los años 1980. El mecanismo venía creciendo, en forma paralela al comercio intrarregional, desde su puesta en funcionamiento a mediados de los 1960 y había logrado una creciente cobertura del comercio intrarregional y un alto grado de compensación, de un 70-80% (Gráfico 3). Esto último fue, sin duda, lo que logró que este acuerdo sobreviviera los años 1980, a diferencia de los acuerdos centroamericano y caribeño. Aunque el monto de las transacciones canalizadas se redujo a comienzos de los años 1980, esto fue esencialmente el resultado del colapso del comercio intrarregional, ya que el grado de canalización del comercio intrarregional a través del Convenio siguió creciendo, hasta alcanzar un 90% en el segundo lustro de dicha década, manteniendo, además, su alto grado de compensación.

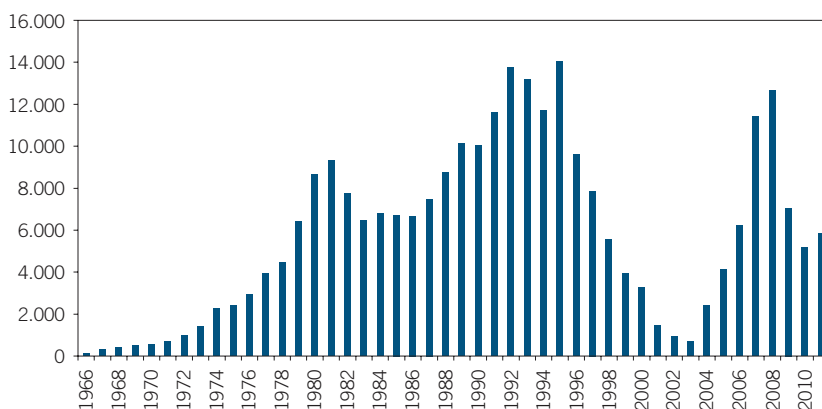
Sin embargo, después de alcanzar su nivel más alto a mediados de la década de 1990 (US\$14.020 millones en 1995), el mecanismo entró en desuso. La razón básica fue, sin

<sup>5</sup> Barbados fue desde 1982 el principal país superavitario dentro del acuerdo de pagos. Trinidad y Tobago lo fue previamente y continuó siendo el principal país superavitario en el comercio intrasubregional y de hecho el principal exportador a los países del CARICOM, pero muchas de sus exportaciones de petróleo se siguieron pagando por fuera del acuerdo.

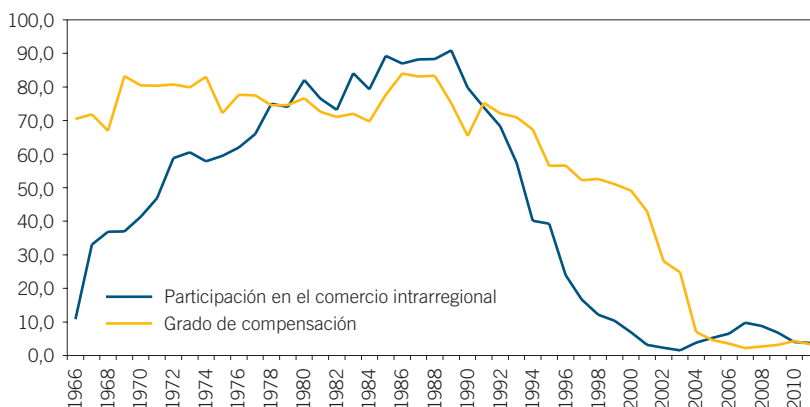
duda, la liberalización creciente de las transacciones en divisas que hizo que para las empresas resultara más útil emplear las facilidades en dólares de entidades crediticias privadas, que proporcionaban no solo un sistema de pagos muy eficiente sino también crédito en moneda extranjera y acceso a mercados de derivados para protegerse contra la volatilidad del tipo de cambio, una demanda que se hizo creciente debido al uso cada vez más frecuente de tipos de cambio flexibles. A su vez, el Convenio acumuló algunas desventajas. En particular la tasa de interés que cobra para las deudas acumuladas, de Libor más 100 puntos, tiende a ser inferior al rendimiento de las reservas internacionales, por lo cual los bancos centrales prefieren pagar sus obligaciones en forma anticipada.

GRÁFICO 3\_ACUERDOS DE PAGOS Y CRÉDITOS RECÍPROCOS DE LA ALADI  
(MILLONES DE DÓLARES)

Panel A. Montos canalizados



Panel B. Cobertura del comercio y grado de compensación



Fuente: ALADI.

Por este motivo, el grado de compensación se redujo considerablemente. Así las cosas, el éxito del Convenio resultó altamente dependiente de las restricciones a los mercados de divisas que existían en el pasado y no se pudo adaptar bien a un ambiente libre de dichas restricciones.

El acuerdo revivió a partir de 2004, alcanzando nuevamente un monto de US\$12.657 millones en 2008. Sin embargo, ese monto representa ahora menos de una décima parte del comercio intrarregional. Su uso creciente depende nuevamente de las restricciones cambiarias impuestas por Venezuela. Como este país tiene un déficit comercial con respecto a casi todos los miembros de Convenio, el grado de compensación es, además, muy limitado. Ha habido algunas iniciativas para reformar el Convenio con el fin de revitalizarlo, pero hasta ahora no se han adoptado.

Desde mediados de la década pasada ha habido dos iniciativas adicionales en el área de pagos intrarregionales. La primera fue el lanzamiento en 2006 de un acuerdo entre Argentina y Brasil para pagos en monedas locales, que comenzó a funcionar en 2008, con la expectativa de que sería ampliado con posterioridad a otros miembros del MERCOSUR. El acuerdo permite el pago en monedas de los dos países para transacciones hasta por 360 días, con la característica novedosa de que las compensaciones son muy frecuentes, por lo cual los bancos centrales minimizan el riesgo cambiario en el cual incurren. El mecanismo ha resultado útil para empresas medianas y pequeñas que no tienen acceso a los instrumentos en divisas que ofrecen los bancos comerciales. Ha sido utilizado fundamentalmente por importadores argentinos de productos brasileños, pero su cobertura del comercio bilateral ha sido muy baja: 1,1% en 2009, 2,2% en 2010 y 2,5% en 2011.

A su vez, cuatro miembros del ALBA (Bolivia, Cuba, Ecuador y Venezuela, con la expectativa de que Nicaragua se adherirá al acuerdo) lanzaron en 2009 su propio mecanismo de compensación, el Sistema Unificado de Compensación Regional de Pagos, SUCRE. El uso de una unidad de cuenta común, el sucre, basado en las tasas de cambio de los países miembros, implica que los bancos centrales incurren en un riesgo cambiario potencialmente importante, una característica que está ausente en el resto de los acuerdos. El mecanismo ha sido utilizado principalmente en las transacciones entre Ecuador y Venezuela, y especialmente por importadores ecuatorianos, pero ha sido también limitado: US\$12,0 millones en 2010 y US\$172,8 millones en 2010, que representa también una baja proporción del comercio bilateral correspondiente (0,2% en 2010, el único año para el cual puede ser estimado). Existe en principio el compromiso de complementar este acuerdo con un fondo de reservas común, pero no se han dado pasos firmes en tal dirección.

Cabe anotar que el FLAR (entonces todavía FAR) creó en 1984 un instrumento que tiene algunas características similares al sucre: el peso andino. Era una unidad de cuenta creada para facilitar los pagos entre los bancos centrales autorizados (los andinos y los de Argentina y Brasil). Entonces se emitieron el equivalente a US\$80 millones a los países miembros: US\$20 millones a Colombia, Perú y Venezuela y US\$10 a Bolivia y Ecuador. Los saldos tenían que ser pagados en divisas 180 días después de haber sido utilizados, con un interés de Libor más 25 puntos base, y operaba, por lo tanto, como una línea de crédito de corto plazo carente de riesgo cambiario (su principal diferencia con el sucre). Entre 1985 y 1990 se hicieron transacciones por US\$158,3 millones en pesos andinos, pero desde entonces dejó de ser utilizado. Perú y Ecuador fueron los principales usuarios y Colombia el único país que no los usó. Eran empleados principalmente para pagar los saldos en el Convenio de Pagos de la ALADI (un 55% de las transacciones) o las obligaciones con el FLAR (FAR) mismo, en cuyo caso operaban como una extensión de 180 días de las obligaciones.

#### **IV. La cooperación financiera regional y la crisis en curso**

¿En qué medida sirve este sistema de cooperación financiera regional para enfrentar una eventual agudización de la crisis mundial en curso? En este sentido, las experiencias del pasado indican que los mecanismos con que cuenta la región pueden ser muy útiles, pero resultan insuficientes en una crisis de alcance mundial.

Entre los bancos subregionales, solo la CAF ha logrado cumplir una función claramente anticíclica, que es en cualquier caso más limitada a la que puede llevar a cabo el Banco Mundial e incluso el BID. Lo que esto indica es que los bancos subregionales también son dependientes del acceso a los mercados internacionales de capitales, que es procíclico para estas instituciones como para los países de la región. Por otra parte, la capacidad del Banco Mundial de emprender una operación anticíclica como la que llevó a cabo en 2008-09 es más limitada hoy, debido a las restricciones de capital que enfrenta la entidad y que ya la han obligado a reducir los nuevos préstamos. Esto es cierto aún si culmina la capitalización acordada durante la crisis (que tiene todavía un bajo nivel de suscripción a mediados de 2012), ya que fue insuficiente. En todo caso, una acción conjunta del Banco Mundial, el BID y de la CAF puede jugar un papel positivo en una coyuntura adversa, y los primeros podrían apoyar las acciones que en tal sentido realicen el BCIE y el BDC, sirviendo, por ejemplo, como garantes de los bonos que emitan estas instituciones. El Banco del Sur ofrece posibilidades adicionales, pero será necesario que dicha institución establezca un manejo profesional sólido para que pueda tener acceso en condiciones ventajosas a los mercados internacionales de crédito.

Una innovación importante para los bancos de desarrollo subregionales son los préstamos por programa que ya han desarrollado el Banco Mundial y el BID. Estos créditos funcionan en la práctica como préstamos presupuestales de carácter general y durante las crisis también como préstamos de balanza de pagos. La gran ventaja de estos créditos es su desembolso rápido. En todo caso, esta virtud es menos importante en el caso de los bancos subregionales, que son en general más ágiles en sus operaciones de crédito que el Banco Mundial y el BID.

Los convenios de pagos ofrecen, por su parte, posibilidades interesantes en una coyuntura crítica. Sin embargo, sus potencialidades dependen de que haya un alto grado de compensación en las transacciones intrarregionales o intrasubregionales. Por el contrario, en presencia de grandes desequilibrios, dichos acuerdos pueden colapsar, a no ser que cuenten con un sistema complementario para financiar los déficit de balanza de pagos, una función que puede eventualmente proveer un fondo de reservas al cual estén asociados (una propuesta que se presenta más adelante). También existen posibilidades interesantes de avanzar hacia un sistema multilateral de pagos en monedas locales, con cruces frecuentes de cuentas para evitar que los bancos centrales incurran en riesgos cambiarios. Como hemos visto, la principal restricción al uso de monedas locales es la ausencia de servicios similares a los que proveen los bancos en divisas y, en particular, de créditos comerciales que resulten competitivos y un mercado de futuros en las monedas locales. Las formas como se puede promover el desarrollo de dicho mercado deben ser objeto de análisis por parte de los bancos centrales. El uso de monedas de cuenta para los pagos intrarregionales también ofrece algunas potencialidades, ya sea en la modalidad del peso andino o del sucre, e incluso se pueden crear muy gradualmente las bases para el uso futuro de esa moneda como instrumento privado de pago en las transacciones intrarregionales. Las autoridades deben ponderar cuál de estas opciones (un sistema de pagos en monedas locales o la creación de una moneda de transacción intrarregional) es preferible, ya que resulta redundante poner ambas en funcionamiento.

Las mayores potencialidades las ofrece la construcción de un fondo regional de reservas de gran alcance, tanto en términos de membresía como de tamaño. Dado su excelente comportamiento histórico, la solución obvia es construir dicha institución a partir del FLAR. Los estudios existentes<sup>6</sup> han demostrado, por lo demás, que las correlaciones entre las variables macroeconómicas no son todas positivas o no son estadísticamente

<sup>6</sup> Véase una relación más detallada de estos ejercicios en Ocampo y Titelman (2012).

significativas, por lo cual un fondo regional sí es viable (Agosin y Heresi, 2011; Machinea y Titelman, 2007). Además, aún si dichas correlaciones son positivas y hay, por lo tanto, contagio, el fondo puede ser viable si la demanda de recursos del fondo es secuencial o si afecta a distintos países con intensidad diferente, como ha sido cierto en ambos casos en la historia del FAR/FLAR. Otros ejercicios han mostrado que la mezcla de acceso a un mayor volumen de reservas y variabilidad de las mismas (el llamado “coverage ratio”) es benéfico para el grueso de los países (Machinea y Titelman, 2007; Rosero, 2011). Para aquellos para los cuales no lo es, una razón puede ser que el tipo de cambio absorbe los choques externos, por lo cual puede haber beneficios colaterales asociados a la mayor estabilidad de esta variable. Por último, un ejercicio retroactivo realizado por FLAR (2011b) muestra que todos los países miembros se han beneficiado de sus servicios en términos de acceso a sus líneas de crédito en relación con aquellas disponibles en los mismos momentos en los mercados. Nótese que hay beneficios adicionales que no se incluyen en estos ejercicios, en particular la contribución potencial a reducir el contagio regional, incluyendo el efecto de las crisis financieras sobre el comercio intrarregional.

Un fondo ampliado podría cubrir una proporción alta de las necesidades de financiamiento. Agosin y Heresi (2011) han estimado que con el 15% de las reservas de 2008 de los 12 países más grandes de la región (US\$70.000 millones) se podrían haber cubierto todas las salidas de capital que tuvieron lugar después de la quiebra de Lehman Brothers, excepto las de Brasil, y que hubiera cubierto el M1 de todos los países, excepto Brasil y México. Un ejercicio del FLAR (2011a) indica que un fondo sudamericano más modesto, equivalente a tres veces el capital actual, y con contribuciones de Brasil iguales al doble de los países con mayores aportes actuales, tendría una capacidad crediticia de unos US\$21.000, suficientes para cubrir en promedio el 82% de las deudas de corto plazo y el 27% del M1 de los países, si las demandas son simultáneas, pero con coberturas en general pequeñas de los países más grandes, por lo cual sería bueno aspirar a un fondo de mayor tamaño.

Una reforma de esta naturaleza debería utilizar al fondo de reserva como la base institucional del mecanismo de pagos y créditos recíprocos de la ALADI y de los sistemas de pagos entre bancos centrales (o la creación gradual de una moneda de transacción de alcance regional), ampliados en ambos casos a todos los miembros del nuevo FLAR. La gran ventaja es que ofrecería las líneas de balanza de pagos complementarias es la liquidez de dichos acuerdos de pagos. Podría funcionar en parte con acuerdos de canje (swaps) entre los bancos centrales, como en el Acuerdo de Chiang Mai, aunque en este caso complementarios a los aportes de reservas. Un fondo de reservas ampliado segura-



mente tendría que acordar un mecanismo de voto ponderado, que podría tener en cuenta tres factores diferentes: votos básicos iguales por país, una proporción basado en las contribuciones de reservas al fondo común y votos adicionales más bajos proporcionales a las líneas de canje aportadas.

Una institución de este tipo podría ser el marco para ampliar significativamente el diálogo de políticas macroeconómicas. Este diálogo ha tenido lugar en el pasado en distintas formas pero su institucionalidad ha sido débil. Debería transformarse en un sistema formal de intercambio de información, diálogo entre las autoridades y alerta temprana. Sobre este sistema se deberá ir construyendo un mecanismo de supervisión macroeconómica, que es esencial para el funcionamiento de fondo de reservas regional de gran alcance y que serviría de base para una eventual coordinación de políticas. Estas tareas en materia de información, diálogo y supervisión deberían abarcar las variables fiscales, monetarias, crediticias y las regulaciones macro-prudenciales que adopten los países. Sin embargo, se debería evitar la tendencia a adoptar metas explícitas para ciertas variables, al estilo de las adoptadas en el pasado para replicar el Tratado de Maastricht, que fueron meramente simbólicas en la región y carecieron, por lo tanto, de credibilidad (de hecho, carecieron de credibilidad aún en el caso europeo). Por el contrario, en materia macro-prudencial podría ser conveniente adoptar principios comunes e incluso normas de alcance regional.

Un tema que ha sido objeto de debate reciente se refiere a las líneas de crédito que ofrezca este FLAR ampliado y los instrumentos en los cuales puede invertir sus recursos. En este caso, las líneas con que ya cuenta la FLAR son un buen punto de partida. De ellas, la línea de crédito de contingencia debe ser ampliada hasta dos años (como ya lo hizo el FMI con su propia línea) y se podría crear una línea de crédito compensatoria relacionada con el deterioro de los términos de intercambio, que parece factible dada las correlaciones muchas veces negativas que tienen los términos de intercambio de los países de la región (Agosin y Heresi, 2011). No parece, sin embargo, conveniente en este caso, a diferencia de los bancos de desarrollo (donde dicha función la desempeñarían los créditos de programa), evolucionar hacia préstamos presupuestales, pero una alternativa podría ser hacer algo más flexible la línea de Tesorería (extendiendo, por ejemplo, el plazo); de otra manera, esa línea debería ser eliminada.

También se ha propuesto que el fondo pueda invertir en bonos emitidos por los países de la región. Esta propuesta sería inconveniente, ya que un principio fundamental para el funcionamiento de un mecanismo de apoyo a la balanza de pagos es que sus inversiones tengan una correlación nula o negativa con las variables macroeconómicas que afectan

a sus miembros (FLAR, 2011b). La inversión en fondos regionales iría en contra de este principio y reduciría, por lo tanto, la capacidad del fondo de operar como un instrumento anticíclico. Esto es aún menos conveniente si los bonos están denominados en monedas nacionales, ya que ello agregaría un riesgo cambiario a las operaciones del fondo de reserva. Nótese nuevamente que los bancos de desarrollo sí pueden e incluso deben ser activos en los mercados de bonos en monedas locales, una actividad en la cual la CAF ya está inmersa, que ofrecen beneficios evidentes tanto a los países como al banco multilateral.

Debido a las limitaciones que tendría aún un FLAR ampliado para enfrentar coyunturas críticas de alcance mundial, una alternativa adicional es crear mecanismos de apoyo del FMI a los fondos regionales. Una modalidad puede ser un acceso a líneas específicas del FMI. Otra, mucho más ambiciosa, puede ser incluir en la fórmula de asignación de DEGs los aportes que los países hagan a los fondos regionales de reservas (Ocampo, 2002 y 2006). Por lo demás, un paso mínimo en tal dirección sería que los aportes a dichos fondos fueran considerados como reservas internacionales por parte del FMI.

## REFERENCIAS

- Agosin, Manuel y Rodrigo Heresi** (2011), "Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano", FLAR, Papers and Proceedings of the 2010 Conference of Economic Studies, publicado en marzo 2011, pp. 69-102, disponible en: <https://www.flar.net/contenido/contenido.aspx?catID=152&conID=2592>
- Bulmer-Thomas, Victor** (2012), *The Economic History of the Caribbean since the Napoleonic Wars*, Cambridge: Cambridge University Press.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas)** (2001a), "Un ejemplo ilustrativo de escenarios de capital para un FLAR ampliado con países de la Unasur actualmente no miembros", Documento de trabajo interno, noviembre 18.
- FLAR (Fondo Latinoamericano de Reservas)** (2001b), "El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva", Documento de trabajo interno, diciembre
- González del Valle, Jorge** (1990), "Fortalecimiento del Fondo Centroamericano de Estabilización Monetaria", San Jose: Secretaría Ejecutiva del Consejo Monetario Centroamericano, Estudio preparado para el Programa de las Naciones Unidas para el Desarrollo, junio..
- Guerra Borges, Alfredo** (1996), "El sistema regional de pagos en Centroamérica 1961-1992 y la cooperación financiera de la comunidad europea", en *La integración eco-*

nómica centroamericana ante el reto de la globalización, Managua: Coordinadora Regional de Investigaciones Económicas y Sociales. Disponible en: <http://www.obela.org/system/files/SistPagosMCCA1961-92.doc>

**Machinea, José Luis y Daniel Titelman, Daniel** (2007), “¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales, Revista de la CEPAL, No. 91, abril, pp. 7-27.

**Ocampo, José Antonio** (2002), “Recasting the International Financial Agenda”, en John Eatwell y Lance Taylor (eds), *International Capital Markets: Systems in Transition*, Nueva York: Oxford University Press.

**Ocampo, José Antonio** (2006), “Regional Financial Cooperation: Experiences and Challenges”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 1.

**Ocampo, José Antonio y Daniel Titelman** (2009-10), “Subregional Financial Cooperation: The South American Experience”, *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 32 No. 2, invierno.

**Rosero, Luis Daniel** (2011), *Essays on International Reserve Accumulation and Cooperation in Latin America*, Tesis doctoral, Universidad de Massachusetts, Amherst.

**Titelman, Daniel** (2006), “Subregional Financial Cooperation: The Experiences of Latin America and the Caribbean”, en José Antonio Ocampo (ed.), *Regional Financial Cooperation*, Washington D.C.: Brookings Institution y CEPAL, capítulo 7.

# Hacia una cobertura regional más amplia de un Fondo de Reservas

*POR* DANIEL TITELMAN, CECILIA VERA, PABLO CARVALLO,  
ESTEBAN PÉREZ-CALDENTY

## I. Introducción

El fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) por la vía de expandir su tamaño y cobertura para incluir a un mayor número de países de la región sería un aporte importante a la provisión de un bien público regional y global como lo es la estabilidad financiera. Este trabajo intenta arrojar luz sobre la viabilidad, las implicancias y los desafíos, de una eventual ampliación del FLAR a otros cinco países de la región: Argentina, Brasil, Chile, México y Paraguay.

Desde nuestra perspectiva los fondos regionales de reserva constituyen uno de los varios mecanismos que contribuyen a densificar el entramado de la arquitectura financiera internacional y que potencian las capacidades de ésta última en la provisión de la estabilidad financiera. Una mayor densificación significa no solo que se dispone de un mayor volumen de instrumentos sino también que existe una mayor interconectividad entre las distintas instituciones que forman parte de la arquitectura financiera internacional.

En este sentido los fondos regionales no se conciben como un único mecanismo de defensa para sus países miembros sino más bien como una línea de defensa adicional de otras instancias de apoyo a la balanza de pagos existentes. Deben considerarse como un complemento de la institucionalidad financiera mundial pero dentro de una estructura de cooperación financiera en varios niveles que responda a principios de subsidiariedad. Los fondos regionales refuerzan de esta manera la provisión de financiamiento contra cíclico para enfrentar los efectos de shocks externos y atenúan la posibilidad de un contagio financiero.

\* Director de la División de Financiamiento para el Desarrollo; Oficial de Asuntos Económicos; Asistente de Investigación; y Oficial de Asuntos Económicos; respectivamente.

Además los recursos de que dispone un fondo regional no están limitados por el aporte que realizan sus países miembros. De hecho un fondo regional tiene la capacidad de potenciar sus recursos por la vía de interacciones con otras instancias de la red financiera global.

Concebir al Fondo regional como un mecanismo que contribuye a densificar la arquitectura financiera internacional operando dentro de una red más amplia de instancias de apoyo con que cuentan los países tiene dos implicaciones fundamentales a la hora de determinar el tamaño necesario que debe tener el Fondo.

En primer lugar el Fondo debe dimensionarse teniendo en cuenta que existen otras instancias a las cuales los países miembros -en particular aquellos de mayor tamaño- pueden recurrir para cubrir necesidades de liquidez como consecuencia de dificultades de Balanza de Pagos. En este sentido, el eventual FLAR ampliado debiera ser concebido como un Fondo capaz de servir esencialmente a los países que tienen un acceso relativo menor a fuentes de financiamiento alternativas. En cambio los países con mayores posibilidades de acceso a otros recursos podrían recurrir al FLAR ampliado como una línea de defensa más marginal.

En segundo lugar, el concebir al fondo regional como un mecanismo inserto dentro de un entramado mayor de la arquitectura financiera global implica que el FLAR ampliado no necesariamente debiera dimensionarse para cubrir escenarios extremos sino que debería dimensionarse para hacer frente a escenarios con mayor posibilidad de ocurrencia. De aquí se sigue que el tamaño del FLAR ampliado debería ser muy inferior al que debiera tener si tuviera que ser capaz de cubrir un escenario extremo (escenario de tail risk) en el que todos los países acudieran de manera simultánea, es decir si pretendiera constituirse en un prestamista de última instancia para todos sus miembros.

Según la evidencia presentada en este artículo bajo distintas metodologías los escenarios más probables son aquellos donde solo un cierto porcentaje de los países analizados presenta problemas de Balanza de Pagos simultáneos. Los casos de crisis de naturaleza sistémica y el contagio generalizado son los menos probables y por lo tanto hace sentido y es financieramente viable un FLAR ampliado. Estos resultados se condicen con lo que ha sido la experiencia histórica del FLAR donde, excepto durante la Crisis de la Deuda de la década de los ochentas, en general sólo una minoría de miembros han solicitado asistencia al Fondo de forma simultánea.

Más aún, nuestros resultados indican que, de existir algún grado de simultaneidad, la misma vendría más por el lado de los países pequeños que por el de los países grandes

y medianos. Esto aporta aún más evidencia a favor de la viabilidad del eventual FLAR ampliado ya que las necesidades financieras que pudieran presentar los países más pequeños del grupo son naturalmente de una magnitud más manejable para el Fondo.

De presentarse escenarios más extremos como por ejemplo una crisis de naturaleza sistémica, o de contagio generalizado o incluso para escenarios intermedios en los que el capital del Fondo no resulte suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros, este deberá tener la capacidad de “ampliar sus espaldas” ya sea apalancando su capital para movilizar un mayor monto de recursos o presentando acciones en conjunto con otras instancias de la arquitectura financiera.

Dado lo anterior el documento plantea que, por ejemplo, en un escenario donde los aportes de capital de los países nuevos siguieran la lógica que rige actualmente al FLAR, el Fondo ampliado alcanzaría un tamaño total de casi 9 mil millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los doce países considerados.

Con un Fondo de ese tamaño, y sin ningún grado de apalancamiento, se alcanzaría a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños junto con la mitad de las necesidades de los países medianos por un total de 7.800 millones de dólares.

Si el Fondo apalancara su capital mediante endeudamiento de mediano y largo plazo por el 65% del capital pagado -que es el máximo autorizado en el FLAR- se generarían recursos prestables por un total de casi 13.300 millones de dólares. Con ese volumen de recursos, el Fondo podría cubrir de manera simultánea más del 85% de las potenciales necesidades del grupo completo de países miembros con la excepción de los dos más grandes del grupo, las cuales fueron estimadas en 15.300 millones de dólares.

Más allá de la factibilidad y de los potenciales beneficios de un eventual FLAR ampliado como mecanismo de seguro compartido, avanzar hacia la incorporación de los nuevos miembros implica grandes desafíos en términos de la gobernanza del Fondo incluyendo los temas relativos a mecanismos de votación y poder de decisión, los criterios para la asignación del crédito, y los mecanismos de supervisión.

El FLAR ha demostrado poseer varios atributos positivos -tales como la rapidez y oportunidad de respuesta, el fuerte sentido de pertenencia por parte de los países miembros

que se expresa en una clara posición de acreedor preferente por parte del Fondo y la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países. En este sentido el gran desafío para la gobernanza en un eventual FLAR ampliado será ajustarse a un Fondo con mayor número de miembros y mayores recursos involucrados pero procurando no perder estos atributos positivos que en muchos casos distinguen al FLAR de otros Fondos a nivel global y regional.

Este artículo se divide en cuatro secciones. La primera sección presenta distintos ejercicios empíricos cuyo objetivo es evaluar el grado de simultaneidad con que los doce países bajo análisis experimentan problemas de Balanza de Pagos. La segunda sección se centra en dimensionar el tamaño que debiera tener el nuevo FLAR ampliado y se plantean dos distintos escenarios de aportes de capital por parte de los países que son consistentes con ese dimensionamiento. La tercera sección discute la serie de desafíos en términos de gobernanza que traería aparejada la ampliación del FLAR y por último en la cuarta sección se presentan las reflexiones finales.

## **II. Elementos para evaluar la viabilidad financiera de un FLAR ampliado**

Un requisito importante para evaluar la sostenibilidad y viabilidad de un fondo de reservas es que los problemas de balanza de pagos y las crisis que enfrentan los países miembros del fondo no tengan un carácter sistémico. Esto es, que la probabilidad de que todos los países miembros del fondo acudan de manera simultánea a solicitar liquidez sea baja.

Una de las opciones más manejadas para evaluar el grado de simultaneidad en los problemas de balanza de pagos ha sido el tomar variables tales como las variaciones de los términos de intercambio, las variaciones en el stock de reservas internacionales y los flujos netos de capitales y calcular entre ellas coeficientes de correlación simples<sup>1</sup>.

Coeficientes positivos y estadísticamente significativos debilitan los argumentos a favor de un Fondo, en tanto estarían implicando que efectivamente los shocks afectan de forma simultánea a los países. Por el contrario, correlaciones negativas reforzarían los argumentos a favor del Fondo como mecanismo de seguro. Asimismo, correlaciones positivas pero no significativas también apuntan en la dirección de la factibilidad del Fondo, en la medida

<sup>1</sup> Véase por ejemplo Agosin (2001), Machinea y Titelman (2007), Agosin y Heresi (2011).

que implica que los shocks afectan con distinta intensidad a los países y por ende siempre existirán algunos menos afectados que tendrán menor necesidad de recurrir al Fondo<sup>2</sup>.

Se consideró relevante, además, evaluar si existe algún patrón de simultaneidad discernible por grupos de países divididos según el tamaño de su economía. Esto debido a que no es lo mismo que los problemas de balanza de pagos -y por ende las potenciales necesidades de recurrir al Fondo- sean simultáneos entre países grandes y medianos que entre países más pequeños cuyas necesidades de financiamiento son a todas luces más manejables para el Fondo.

Se trabajó entonces con dos grupos de países ordenados según el tamaño de sus economías: el de los países grandes y medianos que incluye a Brasil, México, Argentina, Colombia, Venezuela, Perú y Chile, y el de los países pequeños que incluye a Ecuador, Costa Rica, Uruguay, Bolivia y Paraguay<sup>3</sup>.

Los resultados obtenidos en esta sección indican que no es la regla que surjan de manera simultánea problemas de balanza de pagos, explicados ya sea por términos de intercambio, reservas internacionales o flujos de capital. Por su parte, el análisis a nivel de grupos de países revela que de existir alguna simultaneidad entre los problemas de Balanza de Pagos de los países ésta sería más bien entre los de menor tamaño; para los países de tamaño grande y mediano la simultaneidad es poco frecuente. Esto aporta aún más evidencia a favor de la viabilidad financiera del eventual FLAR ampliado ya que las

<sup>2</sup> En general, la razón para utilizar estas tres variables en lugar de simplemente analizar si los países presentan correlaciones altas en sus pérdidas o ganancias de reservas internacionales es que no siempre los efectos de los shocks a la balanza de pagos se verán reflejados en variaciones de las reservas sino que a veces pueden ser otros los mecanismos de ajuste. Por ejemplo, si parte de los efectos de un shock a la cuenta de capitales es absorbida por variaciones en el tipo de cambio de los países, entonces el impacto en las reservas internacionales será menor. De la misma forma, shocks negativos/positivos de términos de intercambio eventualmente podrán ir acompañados de pérdida/acumulación de reservas, dependiendo de si los Bancos Centrales hacen uso de estas para amortiguar y/o hacer más gradual la depreciación/apreciación del tipo de cambio resultante del shock. En efecto, Aizenman, Edwards y Riera-Crichton (2011) identifican para los países de América Latina un rol importante del manejo activo de las reservas internacionales como mecanismo para reducir sustancialmente la volatilidad del tipo de cambio real ante shocks de términos de intercambio. Estrictamente, el análisis lo llevan a cabo para los Términos de Intercambio de los *commodities*, que son los precios relativos de exportación e importación de los países pero únicamente referentes a *commodities*.

<sup>3</sup> Para el ordenamiento por tamaño se utilizó el último dato disponible de Producto Interno Bruto en Paridad de Poder adquisitivo. Si se utiliza para ordenar los países el PIB en dólares corrientes promedio para los años 2009 y 2010, solo cambia el orden específico de algunos países a nivel intragrupal, mientras que el orden intergrupalo, que es el que importa a efectos de este análisis, queda intacto.



necesidades financieras que pudieran presentar los países más pequeños del grupo son naturalmente de una magnitud más manejable para el Fondo.

### *A. Términos de intercambio*

En lo que respecta a las variaciones de los términos de intercambio, se observa que los coeficientes de correlación solo resultan significativos y de signo positivo en un muy bajo porcentaje, lo cual estaría indicando que en este caso los shocks no afectan de forma simultánea a los países. Del ejercicio realizado con doce países, se obtiene un total de 66 pares de coeficientes de correlación<sup>4</sup>. De estos, solamente 16 (un 24%) resultan significativos y de signo positivo, mientras que 7 (11%) resultan significativos y de signo negativo (cuadro 1).

Estos resultados son esperables en tanto la evolución de los términos del intercambio entre los distintos países considerados es heterogénea dada su diferente base exportadora. Así por ejemplo, se observa que en varios casos los coeficientes significativos de signo negativo se presentan para pares de países en los que uno de ellos es exportador neto de energía, básicamente hidrocarburos, mientras que el otro es importador neto. Este es el caso por ejemplo de las correlaciones de Venezuela con Costa Rica y con Uruguay, así como también las correlaciones de Ecuador con estos dos mismos países.

Por el contrario, las correlaciones entre pares de países donde ambos son grandes exportadores netos de energía, como Venezuela y Ecuador, Venezuela y México, Colombia y Ecuador, y Colombia y Venezuela, resultan positivas y significativas, además de ser en general elevadas. Como era de esperar, la correlación entre países que son grandes exportadores netos de algunos metales también resulta positiva, como en los casos de Chile y Perú, o Chile y Bolivia, así como también resulta positiva la correlación entre dos grandes exportadores netos de productos agroganaderos, como Argentina y Brasil.

A partir del análisis a nivel de pares de países, pueden obtenerse algunos resultados generales a nivel de grupos de países. Así por ejemplo, como muestra el Cuadro 1 al considerar las correlaciones de las variaciones en los términos de intercambio entre los países que pertenecen al grupo de países medianos y grandes, se observa que sólo en 4 ocasiones (un 19%) son positivas y significativas. Asimismo, en 9 ocasiones (26%) las correlaciones entre los países medianos y grandes y los países pequeños resultó ser positiva

<sup>4</sup> El ejercicio se realizó considerando correlaciones contemporáneas.

CUADRO 1\_COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES DE LOS TÉRMINOS DE INTERCAMBIO  
(DATOS ANUALES, 1990-2010)

	BRA	MEX	ARG	VEN	COL	PER	CHL	ECU	CRI	URY	BOL	PRY
BRA	1,00											
MEX	-0,53	1,00										
ARG	0,47	-0,22	1,00									
VEN	-0,30	0,62	-0,05	1,00								
COL	0,35	0,14	0,34	0,64	1,00							
PER	0,36	0,03	-0,13	0,25	0,20	1,00						
CHL	0,40	-0,15	-0,12	0,24	0,30	0,84	1,00					
ECU	-0,16	0,53	-0,07	0,90	0,66	0,34	0,22	1,00				
CRI	0,54	-0,77	0,14	-0,64	-0,15	-0,03	0,07	-0,54	1,00			
URY	0,37	-0,62	-0,06	-0,62	-0,28	-0,15	-0,04	-0,49	0,39	1,00		
BOL	0,30	0,00	0,13	0,38	0,63	0,54	0,55	0,53	-0,10	-0,11	1,00	
PRY	0,47	-0,31	0,26	-0,07	0,57	0,03	0,10	0,04	0,43	0,23	0,44	1,00

Porcentaje de coeficientes de correlación simple entre variaciones de los términos de intercambio que resultaron significativos y de signo positivo  
(en porcentaje del total según grupos de países)

	Medianos y Grandes	Pequeños
Medianos y grandes	19,0	-
Pequeños	25,7	30,0

Nota: Se utilizó la variación anual del Índice de Términos de Intercambio de Bienes y Servicios. En azul, coeficientes positivos y significativos al 5%. En amarillo, coeficientes negativos y significativos al 5%.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

y significativa, mientras que en 3 oportunidades (30%) lo fue entre países al interior de ese último grupo. Es decir que la ocurrencia de correlaciones positivas y significativas es baja, tanto si se estudia al interior de un determinado grupo de países, como en la comparación entre grupos. Se trata de una conclusión esperable, si se tiene en consideración que las estructuras exportadoras de los países no guardan necesariamente relación con el tamaño de sus economías.

### *B. Reservas internacionales*

Para el caso de variaciones en el stock de reservas internacionales, solamente 25 de los 66 coeficientes de correlación entre pares de países resultaron positivos y significativos, lo que equivale a un 38% del total de casos posibles (cuadro 2).

Un análisis similar al hecho para los términos de intercambio se hizo a nivel de grupos de países. Este análisis revela que las correlaciones positivas y significativas se dan sobre todo entre pares de países pequeños. En efecto, la mitad de los coeficientes de correlación entre pares de países pequeños resultaron significativos y positivos, mientras que las correlaciones entre los países grandes y medianos son positivas y significativas en un menor porcentaje de casos (33%).

Estos resultados constituyen evidencia a favor de la viabilidad del Fondo, ya que la eventual simultaneidad en las pérdidas de reservas podría venir por el lado de los países pequeños, cuyas necesidades de liquidez siempre son de magnitudes más manejables, más que por el lado de los países grandes y medianos.

### *C. Flujos de capitales*

En el caso de los flujos netos de capital sólo 17 de 66 coeficientes resultó significativo y de signo positivo, lo que equivale a menos de un 30% del total (cuadro 3). Estos resultados serían una primera evidencia de que los shocks a la cuenta de capitales de los doce países considerados no se estarían produciendo de forma simultánea. Es decir, que los shocks de naturaleza sistémica y/o el contagio financiero generalizado que implicarían salidas netas de capital de los países al mismo tiempo no son la regla.

El análisis por grupos de países revela dos resultados importantes. Por un lado, hay una baja proporción de correlaciones positivas y significativas al interior del grupo de países gran-

CUADRO 2\_ COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE VARIACIONES DEL STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES  
(DATOS TRIMESTRALES, 2000-2011)

	BRA	MEX	ARG	VEN	COL	PER	CHL	ECU	CRI	URY	BOL	PRY
BRA	1,00											
MEX	<b>0,29</b>	1,00										
ARG	<b>0,33</b>	0,09	1,00									
VEN	-0,09	0,09	-0,08	1,00								
PER	<b>0,62</b>	<b>0,30</b>	<b>0,30</b>	-0,13	<b>0,30</b>	1,00						
CHL	0,25	0,22	-0,03	0,07	0,02	0,21	1,00					
ECU	<b>0,30</b>	-0,07	0,01	0,03	<b>0,31</b>	<b>0,35</b>	0,24	1,00				
CRI	<b>0,32</b>	0,07	0,25	-0,31	0,21	<b>0,53</b>	-0,22	-0,09	1,00			
URY	0,19	0,14	0,09	0,02	0,25	0,20	<b>0,34</b>	0,21	0,04	1,00		
BOL	<b>0,54</b>	0,22	0,15	0,17	<b>0,43</b>	<b>0,55</b>	<b>0,46</b>	<b>0,36</b>	0,04	<b>0,35</b>	1,00	
PRY	<b>0,47</b>	0,20	0,23	0,03	0,27	<b>0,39</b>	<b>0,29</b>	<b>0,35</b>	0,04	<b>0,57</b>	<b>0,45</b>	1,00

Porcentaje de coeficientes de correlación simple entre variaciones de reservas internacionales que resultaron significativos y de signo positivo  
(en porcentaje del total según grupos de países)

	Medianos y Grandes	Pequeños
Medianos y grandes	33,3	-
Pequeños	37,1	50,0

*Nota:* En azul, coeficientes positivos y significativos al 5%. Amarillo, coeficientes negativos y significativos al 5%.

*Fuente:* Elaboración propia en base a datos de World Development Indicators del Banco Mundial.

CUADRO 3\_COEFICIENTES DE CORRELACIÓN SIMPLE ENTRE FLUJOS DE CAPITAL  
(CUENTA FINANCIERA NETA EN DÓLARES, DATOS TRIMESTRALES, 2000-2011)

	BRA	MEX	ARG	VEN	COL	PER	CHL	ECU	CRI	URY	BOL	PRY
BRA	1,00											
MEX	<b>0,36</b>	1,00										
ARG	<b>0,34</b>	-0,02	1,00									
VEN	-0,48	0,05	-0,22	1,00								
COL	<b>0,61</b>	<b>0,36</b>	0,23	-0,33	1,00							
PER	<b>0,65</b>	<b>0,34</b>	0,14	-0,41	<b>0,44</b>	1,00						
CHL	0,05	0,10	-0,20	-0,19	0,13	-0,03	1,00					
ECU	0,11	0,10	-0,10	-0,22	0,24	0,19	0,19	1,00				
CRI	0,27	0,14	0,03	-0,09	<b>0,44</b>	<b>0,51</b>	-0,03	0,12	1,00			
URY	0,17	-0,04	0,16	-0,13	0,26	0,20	0,25	0,01	<b>0,40</b>	1,00		
BOL	0,06	<b>0,47</b>	-0,20	0,01	-0,24	0,22	<b>0,35</b>	0,05	-0,14	-0,08	1,00	
PRY	<b>0,32</b>	<b>0,41</b>	0,29	0,00	<b>0,44</b>	0,30	0,02	0,06	<b>0,37</b>	<b>0,32</b>	0,04	1,00

Porcentaje de coeficientes de correlación simple entre flujos de capital que resultaron significativos y de signo positivo  
(en porcentaje del total según grupos de países)

	Medianos y Grandes	Pequeños
Medianos y grandes	33,3	-
Pequeños	20,0	30,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos de IFS del Fondo Monetario Internacional.

Nota: En azul, coeficientes positivos y significativos al 5%. Amarillo, coeficientes negativos y significativos al 5%.

des y medianos (33%), en tanto que aparecen algunos casos de correlaciones significativas, pero negativas. Esto es precisamente evidencia de que los flujos de capitales, en esos casos, no presentan comovimiento sino que por el contrario, evolucionan de forma inversa.

#### D. *Análisis de simultaneidad de Sudden Stops en los flujos de capital*

El análisis de las secciones anteriores se completó con un análisis de simultaneidad en las reversiones súbitas (*Sudden Stops*) de los flujos de capital. Este análisis permite obtener una medida objetiva respecto al grado de coincidencia temporal de las reversiones súbitas en los flujos netos de capital hacia los doce países bajo análisis.

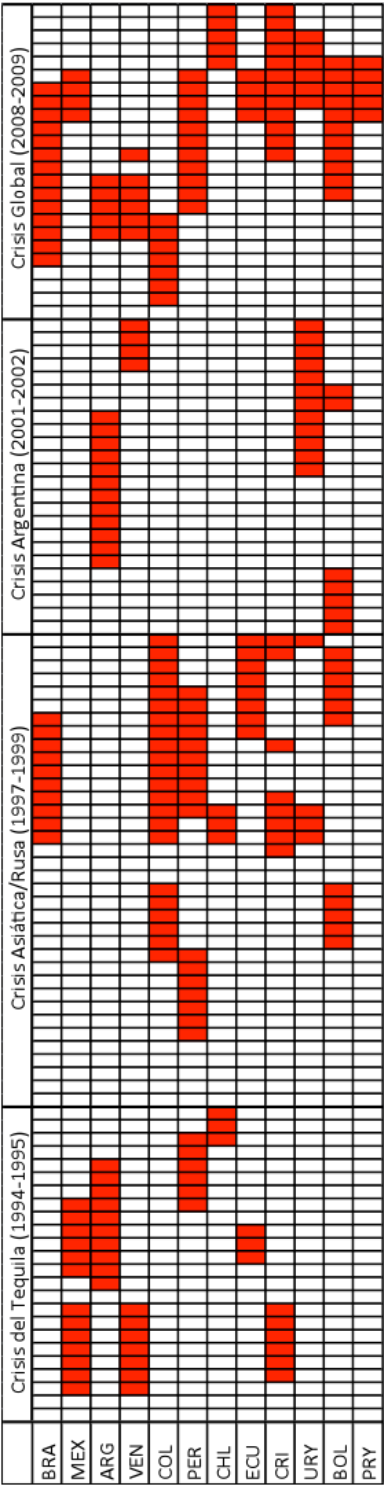
Además evita dos importantes debilidades presentes en la metodología de correlaciones. En primer lugar, los coeficientes de correlación contemporáneos no toman en cuenta el efecto de las estructuras de rezagos en las correlaciones entre pares de países lo que puede afectar la viabilidad financiera del Fondo. En segundo lugar, tampoco considera el efecto ‘riesgo de correlación’. Es decir el hecho que las correlaciones en períodos “normales” pueden ser bajas pero aumentar justamente en períodos de crisis restando viabilidad financiera al Fondo (véase por ejemplo Levy-Yeyati et al., 2012).

Se detectaron mediante la metodología de Calvo, Izquierdo y Mejía (2004, 2008) los episodios de *Sudden Stops* en los flujos netos de capital para cada uno de los doce países bajo análisis utilizando datos mensuales para el período comprendido entre enero de 1990 y diciembre de 2011. Considerando que los flujos de capital que se registran en las estadísticas de Balanza de Pagos son en la mayoría de los países de frecuencia trimestral, se utilizó un proxy mensual para estos flujos, tal como el utilizado por esos autores (véase Anexo B para una explicación de la metodología utilizada).

Los resultados se presentan en la figura 1 centrando el análisis en los siguientes períodos de crisis: Crisis del Tequila (1994-1995), Crisis Asiático-Ruso-Brasileña (1997-1999), Crisis Argentina (2001-2002) y Crisis Global (2008-2009). Las celdas en color rojo representan los períodos en que los países experimentaron *Sudden Stops*. Tal como se observa la metodología logra capturar muchos de los episodios de *Sudden Stops* notorios en la literatura tales como el sufrido por México en 1994-1995, por Brasil en 1998-1999, por Argentina en 2001-2002, entre otros.

Otros eventos conocidos, como por ejemplo las salidas de capital de corto plazo desde Argentina en 1999 no se detectan mediante esta metodología ya que en ese caso la salida de flujos financieros de corto plazo se vio compensada por procesos de privatización que

FIGURA 1\_EPISODIOS DE *Sudden Stops* EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL



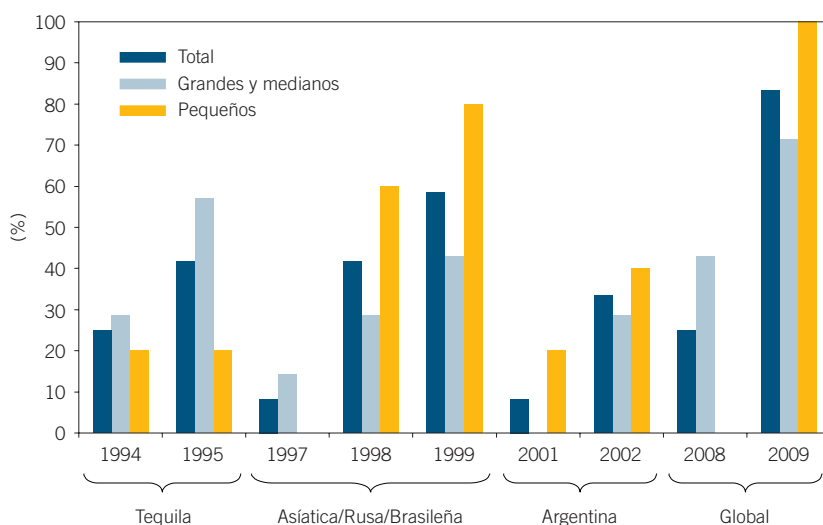
*Nota:* En rojo, episodio de *Sudden Stop* en los flujos netos de capitales.  
*Fuente:* elaboración propia.

se reflejaron en grandes volúmenes de inversión extranjera directa (IED) que ingresó al país. A nuestro entender esto constituye una ventaja de la metodología en tanto lo que se pretende es detectar cortes abruptos en el financiamiento externo total con que cuentan los países sin excluir ninguna de las formas que este pudiera presentar.

A partir de estos resultados se calculó qué porcentaje de países experimentó un episodio de Sudden Stop de manera simultánea en cada período (Gráfico 1). Esto se hizo en una base anual, lo que significa que si un país sufrió un Sudden Stop en el primer semestre de un cierto año y otro país lo sufrió en el segundo semestre del mismo año a efectos de nuestros cálculos se considera que ambos episodios son simultáneos<sup>5</sup>. Esto tiene sentido en tanto si dos países sufren problemas de Balanza de Pagos de manera levemente desfasada en el tiempo, a los efectos de un Fondo de reservas es como si los sufrieran de forma simultánea ya que los recursos desembolsados al primero no podrían estar disponibles para un segundo que solicitara apoyo poco después.

Tal como puede observarse, solamente en los años 1999 y 2009 hubo simultaneidad en una mayoría -más del 50% del total- de países. En ambos casos sin embargo, la simultaneidad

GRÁFICO 1\_PORCENTAJE DE PAÍSES QUE EXPERIMENTAN UN EPISODIO DE *Sudden Stop* DE MANERA SIMULTÁNEA (SOBRE EL TOTAL DE PAÍSES DE CADA GRUPO)



Fuente: Elaboración propia.

<sup>5</sup> Los episodios que hubieran comenzado en un año y se prolongaran hasta el siguiente se imputaron a este último (por ejemplo, algunos de los Sudden Stops comenzados a finales de 2008 que se prolongan durante 2009 se imputaron a 2009).



se dio principalmente entre el grupo de países pequeños y no tanto entre los países grandes y medianos. Por otra parte, la crisis del año 2009 constituyó una crisis de gran envergadura que, tal y como el nombre de “crisis global” lo indica, afectó básicamente al mundo en su conjunto por una u otra vía. En este sentido se puede decir que esta última crisis fue más bien una excepción y no la regla en lo relativo a episodios de Sudden Stops en los países de la región.

Los resultados obtenidos son consistentes con los de la sección anterior aportando evidencia firme en cuanto a la viabilidad financiera de ampliar el FLAR a este conjunto de doce países. Se observa que las crisis de tipo sistémico y el contagio generalizado no son la “moda” sino que por el contrario, los Sudden Stops afectan en general de manera simultánea a cierto porcentaje de países pero no a la totalidad de los mismos.

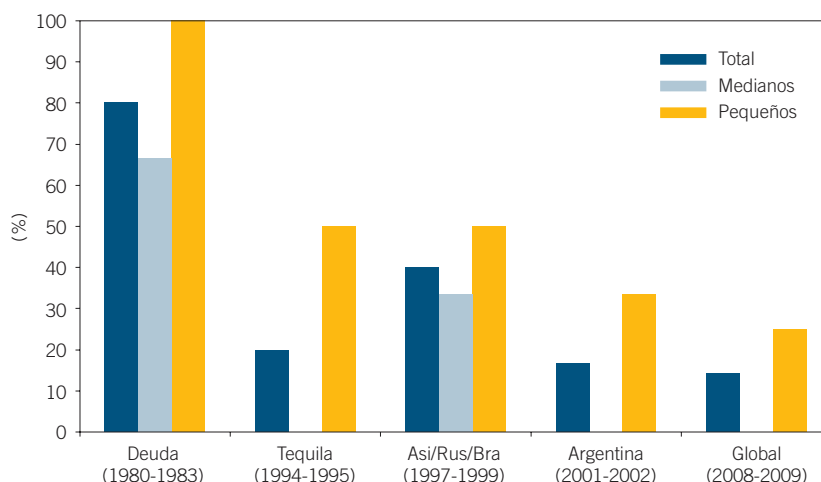
El análisis a nivel de grupos de países revela además que en los dos años donde el porcentaje de simultaneidad resultó más elevado, se trató de episodios de Sudden Stop sufridos por parte de los países pequeños; para los países de tamaño grande y mediano la simultaneidad es menos frecuente.

Más aún y de manera más general los resultados se condicen el uso histórico de las facilidades del FLAR. La experiencia muestra que las líneas de crédito han sido utilizadas con mayor frecuencia en periodos de crisis y en particular durante la crisis de la deuda externa de comienzos de los ochentas, y en la crisis Asiática-Rusa-Brasileña (1997-1999) aunque con una mayor concentración en el periodo de crisis de la deuda externa. En el periodo de la crisis externa el FLAR otorgó créditos a la cuasi totalidad de sus miembros mientras que durante la crisis Asiática-Rusa-Brasileña lo hizo para menos de la mitad de sus miembros. En la crisis Argentina y la más reciente crisis global (2009) sólo un país en cada episodio acudió al FLAR por necesidades de liquidez (Gráfico 2).

Así la experiencia muestra por un lado que todos los países miembros del FLAR han utilizado alguno de sus instrumentos (salvo Uruguay, que recién ingresó en 2008). Por otra indica que la mayor frecuencia de utilización no ha implicado que los países acudan en la práctica de manera simultánea al FLAR. Esto puede por un lado responder justamente al hecho de que las necesidades de balanza de pagos no son simultáneas entre los países pero también denota el hecho que el FLAR no es la única línea de defensa para sus miembros sino que es uno de los instrumentos dentro de una gama más amplia de opciones de apoyo<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> En efecto, por ejemplo Colombia durante la crisis global (en 2009) optó por solicitar un préstamo de carácter precautorio -la llamada Línea de Crédito Flexible- por cerca de US\$ 10,5 mil millones al Fondo Monetario Internacional a pesar de ser miembro del FLAR.

GRÁFICO 2\_PORCENTAJE DE PAÍSES MIEMBROS QUE RECURRIERON AL FLAR DURANTE EPISODIOS DE CRISIS (CRÉDITOS DE BALANZA DE PAGOS Y/O DE LIQUIDEZ)



*Nota:* Sobre las barras se indica el total de países que recurrió al FLAR sobre el total de países miembros en cada momento. El grupo de países medianos incluye a Colombia, Perú y Venezuela mientras que el grupo de países pequeños incluye a Bolivia, Ecuador, Costa Rica (solamente desde 1999) y Uruguay (solamente desde 2008). Se consideraron únicamente los créditos de Balanza de Pagos y/o de Liquidez.

*Fuente:* Elaboración propia con base en datos de FLAR. *Fuente:* Elaboración propia.

### III. Tamaño de un eventual FLAR ampliado

Dimensionar el tamaño de un fondo de reservas requiere en primer lugar estimar las necesidades potenciales de financiamiento por problemas de balanza de pagos de sus países miembros en base a la experiencia histórica. Para ello se aproximaron estas necesidades por la variación en los flujos netos de capitales centrando el análisis en periodos de crisis (Crisis del Tequila (1994-1995), Asiático-Ruso-Brasileña (1997-1999), Argentina (2001-2002) y Global (2008-2009)).

En segundo lugar se trata de dimensionar el fondo sobre la base que los fondos regionales constituyen mecanismos que operan dentro de una red más amplia de instancias de apoyo con que cuentan los países y que proveen distintos niveles de defensa ante choques externos. En este sentido el Fondo debiera dimensionarse para cubrir los escenarios con mayor posibilidad de ocurrencia -según nuestros resultados aquellos en los que solo un porcentaje de los países y en general los de menor tamaño presenta necesidades simultáneas de financiamiento por problemas Balanza de Pagos- y para los casos en que su capital no resultara suficiente contar con mecanismos para potenciar sus recursos.

### A. Necesidades potenciales de financiamiento

Las necesidades potenciales de financiamiento se aproximaron por las variaciones en los flujos netos de capitales hacia los países (cuadro 4) tal como en Agosin y Heresi (2011) en los episodios de crisis considerados más representativos para la región. La razón para no tomar los flujos netos sino las variaciones de estos es que lo relevante para un país es la variación en el financiamiento disponible más que su monto absoluto. Si un país recibe un monto muy importante de financiamiento en un año dado y en el siguiente el monto sigue siendo positivo pero drásticamente menor esto puede considerarse de todas formas como un *sudden stop* y el país deberá o bien hacer un ajuste en cuenta corriente o bien perder reservas internacionales para compensar ese menor financiamiento externo.

Los resultados muestran en primer lugar que las necesidades de financiamiento han sido dispares y varían significativamente en las diferentes crisis.

CUADRO 4\_PAÍSES DEL FLAR AMPLIADO: VARIACIONES ANUALES DE LOS FLUJOS NETOS DE CAPITAL (EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES)

	Crisis Tequila		Crisis Asiático-Ruso-Brasileña			Crisis Argentina		Crisis Global		Mediana estadística
	1994	1995	1997	1998	1999	2001	2002	2008	2009	
Brasil	1,0	21,6	-7,0	-3,2	-13,0	-13,6	-19,5	-46,6	11,3	
México	-18,0	-26,3	11,1	-5,4	-4,5	12,8	-8,3	-3,7	1,0	
Argentina	-8,3	-6,4	8,1	-0,1	-5,1	-23,6	-6,5	-15,5	2,1	
Venezuela, RB	-6,4	0,0	2,7	2,3	-3,4	2,4	-8,2	-1,1	11,4	
Colombia	0,6	1,3	0,4	-3,3	-4,5	2,1	-0,3	0,5	-2,3	
Perú	3,0	-0,2	2,0	-3,9	-1,2	0,6	0,4	0,6	-6,1	
Chile	2,8	-3,1	1,4	-4,8	-0,7	-1,8	-1,0	24,3	-10,3	
Ecuador	0,4	-0,4	-0,1	1,5	-2,8	7,1	0,5	-0,2	-1,7	
Costa Rica	-0,2	0,6	0,1	0,1	0,5	0,3	0,6	-0,1	-2,0	
Uruguay	0,3	-0,1	0,4	-0,1	-0,4	-0,3	-2,4	1,2	-1,8	
Bolivia	0,0	0,2	0,2	0,3	-0,3	0,0	0,2	1,2	-0,3	
Paraguay	0,2	0,0	0,3	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Total	-32,9	-36,5	-7,1	-20,8	-36,1	-39,2	-46,3	-67,4	-24,6	-36,1
Total medianos	-14,7	-9,7	0,0	-12,1	-14,8	-25,4	-16,0	-16,6	-18,7	-14,8
Total pequeños	-0,2	-0,5	-0,1	-0,2	-3,7	-0,3	-2,5	-0,4	-5,9	-0,4

*Nota:* Se trata de la cuenta capital y financiera de la balanza de pagos excluyendo financiamiento excepcional e incluyendo solamente la porción de la IED que corresponde a entradas netas hacia cada economía. En las tres últimas filas del cuadro se presentan sumas -por grupos de países- de las variaciones en los flujos considerándose solo aquellas de signo negativo.

*Fuente:* Elaboración propia en base a IFS del FMI.

En segundo lugar la estimación de las variaciones anuales en los flujos netos de capital para los doce países durante los períodos de crisis desde comienzos de la década de los noventa muestra que las necesidades máximas de financiamiento que se presentan en el cuadro representan una cota superior dada por escenarios de necesidades extremas. En este sentido, y por los motivos mencionados arriba, resulta más útil para dimensionar el tamaño requerido del Fondo considerar la mediana estadística de los datos<sup>7</sup>.

Así para el grupo de los doce países, la mediana de las necesidades de financiamiento es de 36.100 millones de dólares, en tanto que es de 14.800 millones de dólares para el grupo de países medianos, y de 400 millones de dólares para el grupo de países pequeños.

Dadas estas estimaciones, se concluye que un FLAR ampliado con un tamaño (capital pagado) de entre 9.000 y 10.000 millones -que a su vez pudiera ampliar sus espaldas para generar recursos prestables por algo más de 15.000 millones- proporcionaría a los países miembros un adecuado nivel de cobertura de sus necesidades de liquidez.

#### *B. Escenarios de aporte de capital y capacidad de movilización de recursos por parte del Fondo*

A continuación se presentan dos escenarios de aportes de capital y movilización de recursos consistentes con las cifras estimadas en la sección anterior. El primero consiste en un escenario donde los aportes de capital siguen la lógica que rige al Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR). En el segundo escenario los aportes de capital de los países se determinan siguiendo la fórmula de determinación de cuotas del Fondo Monetario Internacional -la que llamaremos “*regla de aporte FMI*”-

#### *Escenario con regla de aporte tal como en el FLAR (post aumento de capital de julio de 2012)<sup>8</sup>*

En el primer escenario los países que actualmente son miembros del FLAR -Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela- mantienen sus aportes en los

<sup>7</sup> Recordar que la mediana estadística tiene la ventaja -con respecto a otra medida de tendencia central como es el promedio- de ser insensible a cambios en los valores extremos de la distribución. Es por esta razón que si la cifra evidenciada en 2008 no hubiera sido tan extrema, la mediana sería la misma.

<sup>8</sup> A principio de julio de este año 2012 el FLAR aprobó un aumento del capital suscrito del 40%. En este escenario se considera el capital luego de haberse completado dicho aumento. Se está asumiendo para los escenarios que todo el capital suscrito es pagado.

montos vigentes actualmente y los países “nuevos” aportan de acuerdo a su tamaño relativo dentro del grupo<sup>9</sup>.

De acuerdo a esta lógica el capital total del Fondo alcanzaría casi 9.000 millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los doce países considerados. Con un Fondo de este tamaño -sin ningún grado de apalancamiento- se alcanzaría a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países pequeños junto con la mitad de las necesidades de los países medianos por un total de 7.800 millones de dólares (Figura 2A).

Si el Fondo decidiera apalancar su capital mediante endeudamiento de mediano y largo plazo por el 65% del capital pagado -que es el máximo autorizado en FLAR- se generarían recursos prestables por un total de 13.290 millones de dólares<sup>10</sup>. Con este volumen de recursos, el Fondo podría cubrir de manera simultánea más del 85% de las potenciales necesidades del grupo completo de países miembros con la excepción de los dos más grandes del grupo, las cuales se estimaron en 15.300 millones de dólares. El Fondo así concebido tiene implícito el hecho que los países grandes -notablemente Brasil y México- pero también algún país mediano en escenarios en que no fueran suficientes los recursos del Fondo- utilizarían vías alternativas de financiamiento y solo recurrirían al Fondo como una línea de defensa más marginal.

Si bien el aporte de los países grandes a la base de capital del Fondo es muy importante en este escenario -aportan por sí solos un 44% del capital total- cabe notar que el costo de participación para estos países no resulta elevado en términos de su acervo total de reservas internacionales ni tampoco en comparación con la cuota de aporte de los países al Fondo Monetario Internacional (véase cuadro 5). Por lo demás, a través de su participación en una iniciativa de este tipo estos países estarían jugando un rol protagónico en la cooperación financiera regional, rol que incluso les proporcionaría los beneficios derivados de una mayor estabilidad financiera a nivel regional. El hecho de que los aportes de capital de los países

<sup>9</sup> Así por ejemplo, en su calidad de país pequeño, Paraguay aportaría lo mismo que los miembros pequeños del FLAR -Bolivia, Costa Rica, Ecuador y Uruguay-, es decir, unos 328,2 millones de dólares. Por su parte, Argentina y Chile aportarían lo mismo que los miembros medianos del FLAR -Colombia, Perú y Venezuela-, es decir, unos 656,3 millones de dólares cada uno, el doble del aporte de los países pequeños. Por último para Brasil y México, los dos países más grandes del grupo, este escenario supone que cada uno aportaría tres veces el monto de aporte de los países medianos, es decir unos 1.969 millones de dólares.

<sup>10</sup> Los recursos prestables, RP, se calculan como sigue:  $RP = K + 0,1K - 0,25K + eK$ , donde K es el capital pagado y e es el porcentaje de endeudamiento. Se está suponiendo que las reservas son el 10% del capital pagado, y que un 25% del capital pagado se destina a funcionamiento (véase Alonso, G., Magali, I. y M. Villa, 2012).

pudieran contabilizarse como parte de los acervos de reservas internacionales -tal como hoy en día sucede en el Fondo Monetario Internacional- constituiría un incentivo adicional.

### *Escenario con regla de aporte según los criterios utilizados por el FMI*

En este escenario los aportes de capital de los países se determinan siguiendo la fórmula de determinación de cuotas del Fondo Monetario Internacional -la que llamaremos “*regla de aporte FMI*”- pero son re-escalados de forma que apliquen a un Fondo de la escala del FLAR, es decir a un Fondo cuyo *múltiplo de retiro* es de 2,5 veces los aportes (véase anexo A) y no de 6 veces como en el caso del Fondo Monetario Internacional<sup>11</sup>.

La forma sencilla de obtener los aportes bajo esta regla es tomar los montos de las cuotas que el Fondo Monetario Internacional ya ha calculado para los países y realizar un rebase, considerando que si la cuota de un país al FMI es de  $x$  millones de dólares, la cuota teórica de aporte al nuevo FLAR ampliado debiera ser de  $x \cdot (2,5/6)$ <sup>12</sup>.

En este escenario el capital total del Fondo alcanzaría los 10.300 millones de dólares. Esta base de capital, apalancada mediante endeudamiento por el 65% del capital pagado generaría recursos prestables por un total de 15.400 millones de dólares (véase nota al pie 10).

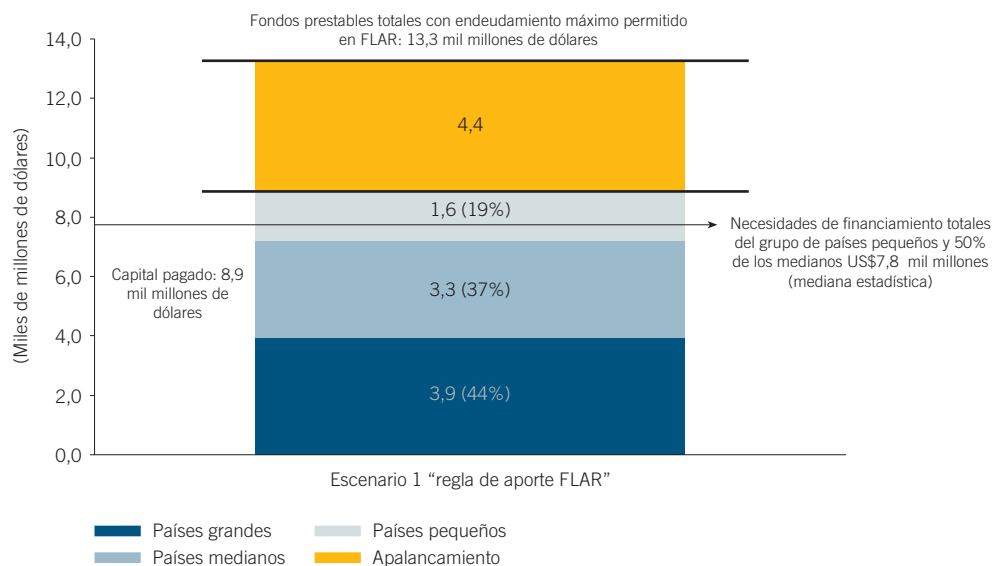
Al igual que en el caso del primer escenario, este Fondo sería capaz de cubrir de manera simultánea las necesidades potenciales de financiamiento de la totalidad del grupo de países pequeños y la mitad de las necesidades potenciales del grupo de países medianos -por un total de 7.800 millones de dólares- sin ningún grado de apalancamiento.

Si bajo este escenario el fondo decidiera apalancar su capital mediante endeudamiento por el 65% de su capital pagado generaría recursos prestables por 15.400 millones de dólares con lo cual cubriría con creces la totalidad de las necesidades potenciales del grupo completo de países pequeños y medianos que se habían estimado en 15.300 millones de dólares (Figura 2b).

<sup>11</sup> Los créditos del FMI son por hasta un 200% de la cuota en un año dado pero en forma acumulativa se puede llegar al 600% de la cuota. Las cuotas de aporte al FMI han sido determinadas por el organismo en base a una fórmula en la que se tienen en consideración con distintas ponderaciones cuatro variables: el tamaño de la economía medido por una combinación del PIB a tipos de cambio de mercado y en Paridad de Poder Adquisitivo, el volumen de reservas internacionales, el grado de apertura -medido como la suma los pagos e ingresos externos corrientes- y la variabilidad de los ingresos externos corrientes y de los flujos de capitales. Véase detalles en <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/021012.pdf>

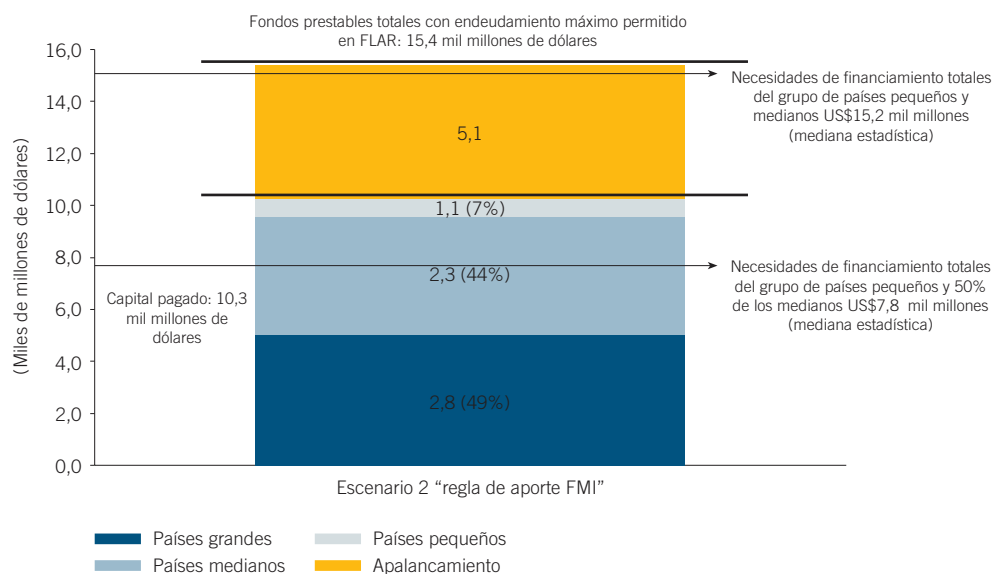
<sup>12</sup> Las cuotas fueron en realidad calculadas en millones de DEG y luego convertidas a dólares al tipo de cambio US\$/DEG promedio de los meses de marzo, abril y mayo de 2012.

FIGURA 2A\_DIMENSIONES DE UN FLAR AMPLIADO SEGÚN “REGLA DE APOORTE FLAR”  
(EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de FLAR.

FIGURA 2B\_DIMENSIONES DE UN FLAR AMPLIADO SEGÚN “REGLA DE APOORTE FMI”  
(EN MILES DE MILLONES DE DÓLARES)



Fuente: Elaboración propia con base en datos de FLAR.

CUADRO 5\_ COMPARACIÓN DE LOS ESFUERZOS DE APOORTE DE LOS PAÍSES  
APOORTE AL FLAR AMPLIADO (ESCENARIOS 1 Y 2) Y APOORTE AL FMI COMO PORCENTAJE  
DE LAS RESERVAS INTERNACIONALES

	Aporte escenario 1	Aporte escenario 2	Aporte al FMI
Brasil	0,68%	0,94%	2,27%
Mexico	1,63%	1,93%	4,63%
PAISES GRANDES	0,96%	1,23%	2,96%
Argentina	1,26%	2,60%	6,24%
Venezuela, RB	2,21%	5,75%	13,79%
Colombia	2,34%	1,77%	4,24%
Perú	1,48%	0,93%	2,22%
Chile	2,36%	1,97%	4,73%
PAISES MEDIANOS	1,80%	2,48%	5,95%
Ecuador	12,51%	8,50%	20,40%
Costa Rica	7,09%	2,27%	5,45%
Uruguay	4,29%	2,57%	6,16%
Bolivia	3,37%	1,13%	2,71%
Paraguay	7,88%	1,54%	3,69%
PAISES PEQUEÑOS	5,70%	2,42%	5,82%
TOTAL FLAR ampliado	1,43%	1,66%	3,97%

*Nota:* Para el stock de Reservas Internacionales se consideró el dato a fines de 2010.

*Fuente:* Elaboración propia en base a datos de Fondo Monetario Internacional (<http://www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx#1>) y de WDI del Banco Mundial.

### *Formas de “ampliar las espaldas” financieras del Fondo regional*

En la medida que el Fondo regional es parte de una red más amplia de instancias de la arquitectura financiera global, es factible pensar que este puede contar con mecanismos para “ampliar sus espaldas” -ya sea mediante apalancamiento o presentando acciones en conjunto con otras instituciones tales como el Fondo Monetario Internacional u otras- si se dieran escenarios en los cuales su capital no resultara suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros<sup>13</sup>.

Una primera opción sería por ejemplo que el Fondo tuviera firmados compromisos de créditos en dólares, ya sea con países que prefirieran participar en el arreglo mediante

<sup>13</sup> Idealmente estas alternativas para que el Fondo pueda hacerse de los recursos extras en caso de necesidad debieran estar pre-negociadas de forma de tener un carácter más expedito y menos costoso que el salir a negociarlas una vez que se presenta la necesidad.



esta alternativa en lugar de aportando capital, o bien con países de fuera del arreglo. Los contratos de compromiso de créditos al Fondo de reservas serían contingentes y se activarían en caso de solicitud por parte de este último. En dichos contratos deberían quedar preestablecidas todas las condiciones de los créditos (plazos, tasas de interés y posibilidad de renovaciones, entre otros), de manera tal de no tener que negociarlas en el momento de la activación sino que ya hubieran sido pre-negociadas.

De esta forma el Fondo podría disponer, en caso en que fuera necesario, de recursos adicionales a su capital de forma muy expedita. Estos compromisos de crédito serían algo muy similar a los Nuevos Acuerdos para la Obtención de Préstamos (*New Arrangements to Borrow*, NAB), instituidos por el FMI como forma de ampliar su capacidad crediticia en caso de necesidad<sup>14</sup>. En la actualidad en nuestra región tres países -Brasil, Chile, y México- son participantes de los NAB con el Fondo Monetario Internacional, los que alcanzan montos cercanos a los 13.500, 2.100 y 7.700 millones de dólares, respectivamente.

Algunos países podrían apoyar al FLAR ampliado por esta vía. Los países que firmaran acuerdos de créditos recibirían, en caso de activación de los mismos, una tasa de interés que si bien probablemente no sería elevada -por ejemplo, si suponemos que se adopta un sistema parecido al de los NAB del FMI la tasa sería la de los DEG- tampoco debiera ser mucho más baja que la que obtienen los Bancos Centrales Latinoamericanos por la porción de sus reservas que mantienen invertidas en instrumentos “seguros”. El riesgo de crédito sería además el del Fondo de reservas y no el de los países específicos al que dicho Fondo concediera los préstamos.

Otras opciones serían por ejemplo que el Fondo tuviera pre-negociadas líneas de crédito contingentes con la banca privada internacional (Agosin y Heresi, 2011) o que tuviera firmados acuerdos de compra de títulos de deuda con países interesados. Esta última opción ha sido utilizada recientemente por el Fondo Monetario Internacional. El organismo ha firmado, desde el año 2009, acuerdos con varios países que se comprometieron a comprar pagarés que éste eventualmente emitirá si llegara a necesitar potenciar sus recursos disponibles para préstamos. Por ejemplo, en 2010 Brasil firmó un acuerdo de compra de pagarés del FMI por hasta 10.000 millones de dólares.

<sup>14</sup> Propuestos en la cumbre de 1995 del G-7 en Halifax tras la crisis financiera mexicana, los NAB recién se hicieron efectivos en noviembre de 1998. A raíz de la crisis global, el G-20 en su reunión de abril de 2009 acordó un incremento de los recursos a disposición del FMI y en particular una ampliación y flexibilización de los NAB. El monto de recursos disponibles para el FMI en el marco de los NAB aumentó a unos 367.500 millones de DEG (aproximadamente unos 565.000 millones de dólares), frente a los DEG 34.000 millones de los NAB originales (véase <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/gabnabs.htm>).

Dados los límites estatutarios al apalancamiento y los derivados de sus posibles consecuencias negativas sobre la calificación crediticia de un Fondo, una tercera opción es que éste buscara presentar una acción en conjunto con otro arreglo, por ejemplo con el FMI<sup>15</sup>.

La posibilidad de que el FMI pudiera complementar paquetes de un Fondo regional a alguno de sus miembros mediante un préstamo bilateral o mediante un préstamo al propio Fondo regional ya ha sido contemplada por el FMI en alguno de sus documentos, pero para ello sería necesaria la reforma de los estatutos (*Articles of Agreement*) del organismo para su cuenta de Recursos Generales (Henning, 2011). Aún si se llevara a cabo esta modificación y esta alternativa se tornara posible existen varios elementos que habría que resolver en cada caso y que no resultan evidentes ni directos. Entre otros asuntos habría que definir exactamente cuánto contribuye el Fondo regional y cuánto el FMI al paquete conjunto, quién decide las condiciones de la asistencia y quién realiza la supervisión (Henning, 2011).

#### **IV. Los desafíos de la gobernanza en un FLAR ampliado**

Los fondos regionales, incluyendo el FLAR, tienen una serie de atributos positivos incluyendo la capacidad de respuesta y flexibilidad necesaria para hacer frente a los choques externos. Aparte en el caso del FLAR hay que enfatizar la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países.

También hay que destacar el sentido de pertenencia de las instituciones regionales y subregionales como el FLAR por parte de los países miembros y, especialmente, de los medianos y pequeños, que perciben correctamente que tienen una voz más fuerte en ellas. Este mayor sentido de pertenencia crea una relación especial entre las instituciones y los países, que en el caso del FLAR se ha expresado en la práctica en una fuerte posición de acreedor preferente por parte de este último.

Compatibilizar estos atributos con la estructura de gobernanza de un FLAR ampliado con una mayor membresía y con un volumen mayor de recursos bajo su administración plantea importantes desafíos en términos de: (i) mecanismos de votación y su relación con el poder de decisión; (ii) los criterios para la asignación de recursos financieros; y (iii) los mecanismos de supervisión.

<sup>15</sup> Mayores niveles de apalancamiento pueden traducirse en un empeoramiento de calificación crediticia con las consecuencias negativas que ello trae aparejadas. Véase por ejemplo Levy-Yeyati y Cohan (2011).

### *A. Mecanismos de votación y poder de decisión*

En el FLAR, el poder de voto que los países miembros tienen al interior de los órganos decisorios -la Asamblea General y el Directorio- es independiente de su aporte económico al Fondo. Cada país miembro cuenta con una silla y un voto en ambos órganos<sup>16</sup>. Esto, unido al hecho que los acuerdos en ambos órganos se toman con el voto favorable del 75% del total de representantes/directores que asistan, implica en la práctica que la opinión de una clara mayoría de los países es la que estará siendo recogida en las decisiones que finalmente se voten. Más aún, como una forma adicional de garantizar que todas las voces sean escuchadas, el FLAR exige para las decisiones de la Asamblea respecto a temas que se consideran de relevancia fundamental, una súper-mayoría consistente en que los votos negativos no superen el 20% del total de votos emitidos (FLAR, 2012)<sup>17</sup>.

Esta institucionalidad ha fomentado un fuerte sentido de pertenencia de los países miembros hacia dicha institución que se expresa a su vez en una clara posición de acreedor preferente por parte de la misma; los países miembros siempre han honrado sus compromisos con el FLAR, aun en momentos de moratoria sobre sus deudas soberanas<sup>18</sup>. A su vez la posición de acreedor preferente constituye una de las causas por las cuales las calificadoras de riesgo otorgan al FLAR una muy buena calificación crediticia, superior a la de cualquiera de sus países miembros considerados individualmente y de hecho, en este momento, la mejor de América Latina (véase Ocampo, 2012; Ocampo y Titelman, 2012)<sup>19</sup>. Naturalmente, una buena calificación crediticia permite al FLAR acceder a los mercados financieros en condiciones ventajosas y por ende, ser capaz de otorgar créditos a sus países miembros en mejores condiciones que las que estos podrían obtener en los mercados privados de crédito (Ocampo, 2012).

La gobernanza del FLAR en términos de los mecanismos de votación y poder de decisión está en claro contraste con lo que ocurre en otros arreglos a nivel global y regional,

<sup>16</sup> La regla “un país, un voto”, exige que el capital pagado por los países se sitúe por encima de cierto umbral. En la actualidad, dicha regla es satisfecha por todos los países miembros, de modo que todos cuentan con su respectivo voto.

<sup>17</sup> Esta súper-mayoría aplica para decisiones respecto de aumentos de capital, creación de Fondos especiales, modificaciones del convenio del Fondo o modificaciones de límites y plazos de créditos (FLAR, 2012).

<sup>18</sup> Por ejemplo, Perú y Ecuador incurrieron en situación de default en las décadas de los años ochenta y noventa, y sin embargo continuaron cumpliendo con sus obligaciones con el FLAR (Ocampo y Titelman, 2009-2010).

<sup>19</sup> En efecto, las propias calificadoras de riesgo ponen al estatus de acreedor preferente del FLAR como uno de los motivos para asignarle buenas calificaciones de riesgo (véase por ejemplo Moody's, 2008 y Standard & Poor's, 2008).

donde el poder de voto se concentra en pocos países y donde por ende la voz del resto de los miembros es menor.

Por ejemplo, en el Fondo Monetario Internacional, el poder de voto está estrechamente vinculado al aporte económico. Así, de un total de 188 países miembros, los 10 mayores contribuyentes, que aportan en conjunto un 55% de los recursos, concentran de igual forma más de la mitad de los votos. En la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada por su parte, China, Japón y Corea del Sur son los países que más aportan, concentrando un 80% de los aportes al arreglo, en tanto que concentran más del 70% de los votos. En este caso además, las decisiones al interior del órgano decisorio -el *Executive Level Decision Making Body* (ELDMB)- se deben tomar por una mayoría de dos tercios de los votos, lo cual implica en la práctica que estos tres países pueden tomar por sí solos la mayoría de las decisiones<sup>20</sup>.

Estos ejemplos dejan al descubierto el gran desafío que se presenta para un eventual FLAR ampliado en lo que se refiere a sus mecanismos de toma de decisiones manteniendo el sentido de pertenencia que lo ha caracterizado. Si bien el mecanismo de votación del FLAR actual es el más igualitario y ésta es una característica deseable de cualquier sistema de toma de decisiones, cabe reflexionar si en un FLAR ampliado, con una dispersión de aportes mayor a la actual, y donde países como Brasil y México concentrarían altos porcentajes de los aportes totales, sería factible mantener el principio de “un país, un voto” o tendría que optarse por un mecanismo que involucre una mayor concentración del poder de voto.

### B. Criterios para la asignación del crédito

La definición de cuáles deben ser los criterios para el otorgamiento de los recursos financieros por parte de los Fondos es otro de los temas cruciales que plantean importantes desafíos a la hora de compatibilizar la legitimidad y sentido de pertenencia con la capacidad y flexibilidad de respuesta de un fondo regional.

El dilema clásico para un Fondo de reservas es determinar en qué grado sus recursos estarán disponibles de manera flexible y rápida para los países -es decir con pocas o ninguna condicionalidad- y en qué grado estarán sujetos a condiciones de distinto tipo que los países deberán cumplir para poder acceder a ellos.

<sup>20</sup> Al igual que en el FLAR, en la CMIM se establece una regla distinta para las decisiones que se consideran respecto de temas fundamentales. En casos tales como cambios en las contribuciones financieras, en las reglas básicas o en los países participantes las decisiones deben ser tomadas por consenso.

El FLAR no establece básicamente condicionalidades y esta es una de las características de la gobernanza del FLAR que lo distingue del resto de los Fondos. En los demás casos existen en general condicionalidades ya sean explícitas o implícitas impuestas con el objetivo de contrarrestar posibles problemas de riesgo moral y situaciones de impago por parte de los países. Sin embargo, en varios casos estas condicionalidades han actuado en la práctica como barreras de acceso y han hecho que los países prefieran no recurrir a los arreglos que las imponen.

En el Fondo Monetario Internacional, por ejemplo, el establecimiento de condicionalidades para acceder a los Acuerdos de Derecho de Giro (*Stand-By Arrangements*, SBA), que hasta hace poco eran los que con mayor frecuencia se otorgaban a países de ingreso medio que estuvieran enfrentando crisis, tendió a generar con el correr del tiempo una percepción negativa hacia un país que hubiera tenido que recurrir al organismo. Hubo una suerte de estigmatización, por la cual si un país recurría al Fondo, implicaba que estaba en problemas por haber practicado malas políticas económicas. Naturalmente, un Fondo de reservas que sufre de este tipo de estigmatización puede hacer poco por apoyar a sus miembros en los momentos de crisis. Por una parte, la propia estigmatización puede exacerbar la crisis, mientras que por otra parte las condicionalidades en términos de políticas de ajuste impuestas al país, también podrían incidir finalmente de forma negativa en su desempeño económico<sup>21</sup>.

En la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada, las condiciones para el acceso a apoyo financiero también plantearon problemas. Si bien éstas no son explícitas, existe el llamado IMF-link, por el cual desembolsar más del 20% del monto disponible a un país requiere que éste llegue primero a un acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Se cree que fue justamente este vínculo con el FMI lo que obstaculizó su utilización aún en momentos de gran necesidad por parte de los países participantes, como por ejemplo durante la reciente crisis global<sup>22</sup>.

<sup>21</sup> Para una revisión de las condicionalidades y programas de ajuste impuestas a los países en sendos programas de crédito aprobados por el FMI desde 1995 véase Henning (2011).

<sup>22</sup> Estrictamente, en 2008 estaba vigente en Asia la precursora de la iniciativa CMIM, entonces conocida como Iniciativa Chiang Mai (CMI), que consistía en una red de *swaps* bilaterales de monedas entre los países y que también establecía un IMF-link para el acceso a los créditos. La CMI nunca fue utilizada. A pesar de tener contratos de *swaps* por 18.500 millones de dólares a través de la CMI, durante la crisis global Corea recurrió a un *swap* bilateral con la Reserva Federal de Estados Unidos por 30.000 millones de dólares, ya que sin un programa con el FMI los recursos realmente disponibles para el país eran de solo 3.700 millones de dólares. A su vez, el haber buscado dicho programa habría significado según algunos un “suicidio político” para el Gobierno, luego de la mala experiencia vivida durante la crisis de 1997-1998 (véase Sussangkarn, 2010; Dixon, 2012). También Singapur e Indonesia recurrieron a un *swap* con la Reserva Federal durante la crisis global en lugar de recurrir a la CMI, aunque a este último país no le fue concedido.

Si bien no es evidente que la experiencia del FLAR pueda ser replicable en otros arreglos o incluso en un FLAR con mayor número de miembros y mayores montos de recursos involucrados, sí parece haber quedado en evidencia que mayores grados de flexibilidad en el otorgamiento de recursos constituye un atributo positivo que debieran intentar tener todos los Fondos de reservas<sup>23</sup>.

En efecto, se ha observado a partir de la crisis más reciente (2008-2009) un reconocimiento de este atributo por la vía de una tendencia hacia la mayor flexibilización en las condiciones de otorgamiento de liquidez por parte de varios arreglos, incluido el propio Fondo Monetario Internacional.

En plena crisis global, el FMI reformó los acuerdos *Stand-By* “para darles más flexibilidad y capacidad de respuesta a las necesidades de los países”<sup>24</sup>. Se elevaron los límites de acceso, se aumentó el monto de los desembolsos iniciales, y se racionalizaron y simplificaron las condiciones exigidas. Asimismo, creó la Línea de Crédito Flexible (LCF) que se aprueba para un país solicitante que cumpla con ciertas condiciones ex-ante, pero que luego no impone condiciones ex-post en términos de metas y políticas<sup>25</sup>. También los Fondos regionales, tanto el FMA como la CMIM, han ido en la dirección de flexibilizar las formas en que brindan asistencia financiera a sus miembros.

En el caso del Fondo Monetario Árabe, en 2009 durante la crisis global se creó una nueva línea de liquidez que se otorga sin exigir condiciones a los países respecto de reformas de ningún tipo. En la CMIM se decidió recientemente aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI y se acordó también la creación de la *CMIM Precautionary Line* (CMIM PL), que es una línea de crédito parecida a la LCF del Fondo Monetario Internacional, y que operará con condiciones ex-ante en lugar de ex-post<sup>26</sup>.

<sup>23</sup> Además, el hecho de que el FLAR no “ata” sus condiciones a las de otros Fondos –como sí sucede en la CMIM con el IMF-link, sin dudas es otro de los factores que hacen al mayor sentido de pertenencia por parte de los países miembros.

<sup>24</sup> Véase <http://www.imf.org/external/spanish/pubs/ft/survey/so/2009/new032409as.pdf>

<sup>25</sup> Para los países que califican –aquellos que según el FMI tengan fundamentos económicos y políticas muy sólidos y por ende cumplan con estrictos criterios de calificación preestablecidos- la LCF no tiene un monto máximo pre-establecido y tiene un desembolso inmediato en lugar de ser escalonado. Se trata de una línea de crédito a través de la cual el FMI intentó complementar su rol de mitigación con el de prevención de las crisis. En efecto, el acuerdo brinda flexibilidad al país, al permitirle que gire en el momento en que se aprueba la totalidad del monto, o bien utilizarlo con fines precautorios. En 2011, el organismo creó la Línea de Precaución y Liquidez (LPL), para atender de manera flexible las necesidades de liquidez de países con factores de vulnerabilidad que les impidieran usar la Línea de Crédito Flexible (LCF). La LPL combina criterios para la calificación de acceso ex-ante con algunas condiciones ex-post focalizadas justamente en reducir dichas vulnerabilidades.

El FLAR ampliado deberá evaluar si mantener la forma actual de otorgar recursos sin condiciones o si introducir alguna forma de condicionalidad por ejemplo de tipo ex-ante. En este último caso se abriría un importante desafío, ya que las políticas macroeconómicas de los países son distintas y no es obvio que todos puedan ponerse de acuerdo en cuáles son los criterios ex-ante “adecuados” que se deberán establecer. Tampoco es obvio que puedan llegar a un acuerdo respecto de cómo supervisarán y determinarán el grado de cumplimiento de las condiciones por parte de los países.

### *C. Mecanismos de supervisión*

Los mecanismos de supervisión son una tercera área en la cual se plantean desafíos para compatibilizar la flexibilidad y capacidad de respuesta con la legitimidad y sentido de pertenencia. Cualquiera sea la forma de toma de decisiones que se establezca, un elemento fundamental que cabrá definir es el de cuál será el sistema de supervisión o *surveillance* bajo el cual funcionará el Fondo. El término *surveillance* hace referencia a los procesos de monitoreo y consultas regulares con los países miembros del Fondo los cuales ayudan a detectar de forma temprana posibles vulnerabilidades de los países y por ende pueden contribuir a evitar potenciales crisis (Ciorciari, 2011).

La tarea de determinar cómo será el sistema de supervisión en un Fondo no es trivial ya que se trata de asuntos sensibles que atañen a las políticas de los países. A nivel de arreglos regionales, la supervisión entre pares es un tema particularmente sensible y no carente de problemas dado que muchas veces los países prefieren no juzgar las políticas de sus países vecinos. A este problema se agrega el hecho que por otra parte no es evidente que los arreglos regionales puedan tener las capacidades -no sólo de independencia técnica sino también en términos de los recursos económicos y humanos suficientes- para llevar adelante los procesos de supervisión necesarios.

En Asia, al momento de la multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai, en 2010, ya existían mecanismos formalizados de supervisión, que no habían resultado exitosos. El *Economic Review and Policy Dialogue* (ERPD), cuyo cometido era facilitar los intercambios voluntarios de información entre países así como las evaluaciones por parte de pares

<sup>26</sup> En la 15ª reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales de ASEAN+3 a principio de mayo de 2012, se decidió aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI al 30% en 2012 para luego evaluar su posible incremento a 40% en 2013 (véase <http://www.aseansec.org/Joint%20Media%20Statement%20of%20the%2015th%20ASEAN+3%20Finance%20Ministers%20and%20Central%20Bank%20Governors'%20Meeting.pdf>).

(peer review), había encontrado obstáculos en tanto los países no siempre proporcionan información en el tiempo y forma adecuados, y además en general había habido reticencia por parte de los países a criticar las políticas de sus vecinos (Ciorciari, 2011). Por otra parte, la *Macroeconomic and Financial Surveillance Office* (MFSO), establecida en 2008, no había contado con recursos suficientes y además había enfrentado serios obstáculos políticos. Los informes que elaboraba podían ser revisados por los países y estos podían eliminar cualquier sección con la que no estuvieran de acuerdo o les resultara incómoda; así naturalmente los informes carecieron de objetividad y credibilidad (Ciorciari, 2011).

Por ello, una parte clave de las negociaciones con respecto al establecimiento de la CMIM incluyó el tema de establecer una nueva oficina de supervisión fuerte, que fuera capaz de llevar a cabo eficazmente la tarea. La *Asean+3 Macroeconomic Research Office* (AMRO) finalmente quedó establecida en mayo de 2011 con el objetivo de “monitorear y analizar las economías de la región” y contribuir así a la “detección temprana de riesgos, la rápida implementación de políticas compensatorias y la toma efectiva de decisiones por parte de la CMIM”<sup>27</sup>. La discusión hoy en día en Asia ronda justamente sobre los temas de cómo potenciarla, así como también sobre cómo mejorar los procesos al interior de los demás mecanismos de supervisión y la coordinación y complementación entre éstos.

En el caso del FLAR, si bien no existe una oficina de supervisión de carácter formal, el Fondo sí realiza un seguimiento macroeconómico a las economías de los países miembros que consiste en el análisis de su situación y perspectivas de desempeño, así como de su entorno, en el corto y mediano plazo<sup>28</sup>.

Pero no es evidente que en un eventual FLAR ampliado pudiera mantenerse como una opción la falta de un mecanismo institucionalizado para la supervisión. Es posible que en ese caso tuviera que formalizarse la tarea mediante la creación de una *oficina de supervisión*, dotada de las capacidades necesarias para llevar adelante los procesos.

Dicha oficina podría y debería eventualmente buscar una adecuada división del trabajo con los organismos que hoy en día ya llevan a cabo la supervisión de los países del Fon-

<sup>27</sup> Véase el comunicado: [http://www.aseansec.org/documents/JMS\\_13th\\_AFMM+3.pdf](http://www.aseansec.org/documents/JMS_13th_AFMM+3.pdf)

<sup>28</sup> En los casos de que existan créditos desembolsados a un país, la Dirección de Estudios Económicos (DEE) del FLAR en general realiza una evaluación de la situación de balanza de pagos del mismo así como de la capacidad de repago para el período de vigencia del crédito. Esto puede implicar visitas técnicas a autoridades y técnicos de las instituciones económicas del país además de la presentación de informes a la Presidencia Ejecutiva y al Directorio del FLAR. Véase FLAR (2010) para el caso del seguimiento del crédito otorgado a Ecuador durante la crisis global.



do, en particular por ejemplo con el FMI. Como afirma Henning (2011) para el caso de AMRO -pero que aplica para el eventual FLAR ampliado- la oficina de supervisión regional debiera ser capaz de i) proveer visiones quizás contrastantes a las del FMI respecto de las vulnerabilidades de los países miembros del arreglo, ii) proveer evaluaciones de manera más frecuente que las del FMI, y iii) participar en foros de discusión de las evaluaciones en conjunto con el FMI. En definitiva, debiera existir una división del trabajo que si bien no duplique los esfuerzos, sea capaz de brindar visiones más completas y ajustadas a la realidad que de lo contrario no habrían sido posibles<sup>29</sup>.

## V. Conclusiones

- ❑ El fortalecimiento del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), mediante la ampliación de su tamaño y membresía constituiría un aporte importante a la provisión de un bien público regional y global como lo es la estabilidad financiera.
- ❑ Este documento tuvo como objetivo justamente arrojar luz sobre la viabilidad, las implicancias y los desafíos, de una eventual ampliación del FLAR a otros cinco países de la región: Argentina, Brasil, Chile, México y Paraguay.
- ❑ Un elemento central que guió la lógica del documento es la forma en que aquí se concibe a los Fondos regionales de Reservas.
- ❑ Se percibe que estos no deben ser vistos como la única línea defensa de sus países miembros sino que más bien forman parte de una red más amplia de instrumentos e instancias de apoyo con que cuentan estos para enfrentar choques externos.
- ❑ En este sentido contribuyen a densificar la arquitectura financiera internacional siendo una línea adicional de defensa para los países pero dentro de una estructura de cooperación financiera en varios niveles que responde a principios de subsidiariedad.
- ❑ Proveen un apoyo a la Balanza de Pagos pero no les corresponde el rol de prestamista de última instancia para la totalidad de sus miembros.
- ❑ Esta forma de concebir los Fondos de reservas regionales tiene dos implicancias fundamentales a la hora de determinar el tamaño necesario que debería tener un eventual FLAR ampliado.

<sup>29</sup> Este es un poco el caso de lo que sucede en Asia, donde el ERPD recibe como insumo para su proceso de diálogo las visiones tanto del FMI como del Banco de Desarrollo Asiático (ADB).

- ❑ Implica en primer lugar que el Fondo debe dimensionarse teniendo en cuenta que existen *otras* instancias a las cuales los países miembros -en particular aquellos de mayor tamaño- pueden recurrir para cubrir necesidades de liquidez ante problemas de Balanza de Pagos.
- ❑ De esto se deriva que el tamaño del FLAR ampliado podría ser de una magnitud muy inferior a la que debería tener si pretendiera constituirse en un prestamista de última instancia para *todos* sus miembros.
- ❑ En segundo lugar, el concebir al fondo regional como un mecanismo inserto dentro de un entramado mayor de la arquitectura financiera global implica que el FLAR ampliado no necesariamente debiera dimensionarse para cubrir escenarios extremos sino que debería dimensionarse para hacer frente a aquellos escenarios que tengan mayor posibilidad de ocurrencia.
- ❑ En este artículo se encuentra que los escenarios más probables son aquellos donde solo un cierto porcentaje de países de la región presenta problemas de Balanza de Pagos simultáneos. Los casos de crisis de naturaleza sistémica y el contagio generalizado son los menos probables.
- ❑ Un Fondo diseñado para cubrir estos escenarios más benignos debería naturalmente constituirse de un tamaño mucho menor a uno que pretendiera cubrir escenarios extremos.
- ❑ Para enfrentar casos extremos -menos probables según nuestros resultados- como por ejemplo una crisis de naturaleza sistémica, o contagio generalizado e incluso para escenarios intermedios en los que el capital del Fondo no resulte suficiente para enfrentar las demandas de los países miembros, el Fondo debiera tener la capacidad “ampliar sus espaldas” ya sea apalancando su capital para movilizar un mayor monto de recursos o presentando acciones en conjunto con otras instancias de la arquitectura financiera.
- ❑ Dado lo anterior se plantea que, por ejemplo, en un escenario donde los aportes de capital de los países nuevos siguieran la lógica que rige al FLAR actual el Fondo ampliado alcanzaría un tamaño total de casi 9 mil millones de dólares, equivalente al 1,4% del acervo total de reservas internacionales de los doce países considerados.
- ❑ Con un Fondo de este tamaño -sin ningún grado de apalancamiento- se alcanzaría a cubrir de manera simultánea las potenciales demandas del grupo completo de países

pequeños junto con la mitad de las necesidades de los países medianos por un total de 7.800 millones de dólares.

- ❑ Por otra parte, si el Fondo apalancara su capital mediante endeudamiento de mediano y largo plazo por el 65% del capital pagado -que es el máximo autorizado en FLAR- se generarían recursos prestables por un total de casi 13.300 millones de dólares.
- ❑ Con este volumen de recursos, el Fondo podría cubrir de manera simultánea más del 85% de las potenciales necesidades del grupo completo de países miembros con la excepción de los dos más grandes del grupo, las cuales fueron estimadas en 15.300 millones de dólares.
- ❑ En este escenario de aportes, así como en el otro que se plantea en el documento, el aporte de Brasil y México -los dos países más grandes de la región- al capital total del Fondo es muy importante.
- ❑ Sin embargo, el costo de participación para estos países no resulta elevado en términos de su acervo total de reservas internacionales ni tampoco en comparación con la cuota de aporte de los países al Fondo Monetario Internacional.
- ❑ Por otra parte, a través de su participación en una iniciativa de esta naturaleza ambos países estarían jugando un rol protagónico en la cooperación financiera regional, rol que incluso les proporcionaría los beneficios derivados de una mayor estabilidad financiera a nivel regional.
- ❑ El hecho de que los aportes de capital de los países pudieran contabilizarse como parte de los acervos de reservas internacionales -tal como hoy en día sucede en el Fondo Monetario Internacional- constituiría un incentivo adicional.
- ❑ Más allá de los potenciales beneficios de un eventual FLAR ampliado, avanzar hacia la incorporación de los nuevos miembros implica grandes desafíos en términos de la gobernanza del Fondo, entendida como los mecanismos para la toma de decisiones, la supervisión y los criterios para la asignación de recursos financieros.
- ❑ El FLAR actual ha demostrado poseer varios atributos positivos -tales como el fuerte sentido de pertenencia por parte de los países miembros que se expresa en la práctica en una clara posición de acreedor preferente por parte del Fondo, la rapidez y oportu-

tunidad de respuesta, y la baja condicionalidad en el otorgamiento de recursos que contribuye a que recurrir al FLAR no constituya un estigma para los países.

- ❑ La gobernanza del eventual FLAR ampliado deberá ajustarse a un Fondo con mayor número de miembros y mayores recursos involucrados pero procurando no perder estos atributos positivos que en muchos casos distinguen al FLAR de otros Fondos a nivel global y regional.

# ANEXO A\_TRES FONDOS DE RESERVAS REGIONALES DESDE UNA PERSPECTIVA COMPARADA

Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) 1978				
Miembros	Objetivos	Tipos de crédito	Administración	Relevancia para los países miembros
Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela.	i) prestar ayuda financiera destinada a la balanza de pagos de los países miembros, ii) mejorar las condiciones aplicables a las inversiones de reservas de sus países miembros, y iii) contribuir a armonizar las políticas monetarias y financieras de los países miembros.	<p><b>Créditos de apoyo a la balanza de pagos:</b> tienen un plazo de 3 años, con 1 año de gracia para abonos a capital. El límite del crédito es de hasta 2,5 veces el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 400 puntos básicos (pb). Para su aprobación se requiere un acuerdo del Directorio.</p> <p><b>Créditos para reestructuración de la deuda pública externa:</b> tienen un plazo de 3 años con 1 año de gracia para abonos a capital. El límite del crédito es de hasta 1,5 veces el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 400 pb. Para su aprobación se requiere un acuerdo del Directorio.</p> <p><b>Créditos de liquidez:</b> tienen un plazo de hasta 1 año. El límite es de hasta una vez el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 150 pb. Para su aprobación se requiere el consentimiento del Presidente Ejecutivo del FLAR.</p> <p><b>Créditos de contingencia:</b> El plazo es de 6 meses renovables, el límite del crédito es de hasta dos veces el capital pagado y la tasa de interés es de Libor de 3 meses más 150 pb. Para su aprobación se requiere el consentimiento del Presidente Ejecutivo.</p> <p><b>Créditos de tesorería:</b> El plazo es de 1 a 30 días, con un límite de hasta dos veces el capital pagado. Para su aprobación se requiere el consentimiento del Presidente Ejecutivo.</p>	Los países realizaron aportes de capital (reservas) al FLAR y es este último quien administra los Fondos aportados por los países.	El FLAR tiene un tamaño (capital pagado) de 2.000 millones de dólares (dato a marzo de 2012) lo cual representa aproximadamente un 1,61 % del acervo de reservas internacionales de los países miembros en promedio y un 0,21 % de su Producto Interno Bruto, aunque la importancia del aporte de capital de cada país en términos relativos es variable.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Fondos respectivos, WDI del Banco Mundial y convenios constitutivos del FLAR y FMA. El dato de reservas internacionales utilizado para los cálculos incluye oro y corresponde a fines de 2010.

## ANEXO A\_TRES FONDOS DE RESERVAS REGIONALES DESDE UNA PERSPECTIVA COMPARADA (CONTINUACIÓN)

Fondo Monetario Árabe (FMA) 1977				
Miembros	Objetivos	Tipos de crédito	Administración	Relevancia para los países miembros
22 países de la liga árabe: Jordania, Emiratos Árabes Unidos, Bahrein, Túnez, Algeria, Djibouti, Arabia Saudita, Sudan, Siria, Somalia, Iraq, Omán, Palestina, Qatar, Kuwait, Libano, Libia, Egipto, Marruecos, Mauritania, Yemen y Comoros.	i) corregir desequilibrios de balanza de pagos de sus miembros, ii) favorecer estabilidad de tipos de cambio entre miembros, iii) establecer políticas y formas de cooperación monetaria que favorezcan la integración, iv) asesorar, en caso de petición, con respecto a la inversión de los recursos de los países en mercados externos, v) promover el desarrollo de los mercados financieros árabes, vi) promover el uso de una unidad de cuenta común (el dinar árabe) y la creación de una moneda árabe unificada, vii) coordinar las posiciones de los países miembros respecto de problemas monetarios y económicos internacionales, y viii) liquidar saldos en Cuenta Corriente entre los países para promover el comercio.	<p><b>Créditos de Balanza de Pagos:</b> Existen cuatro modalidades: Automáticos (hasta por un 75% del capital aportado), ordinarios (hasta por un 100% del capital aportado), extendidos (hasta por 175% del capital aportado) y compensatorios (hasta por 100% del capital aportado). Algunos pueden combinarse entre sí de forma que el monto total que puede pedirse prestado es de 250% de la cuota.</p> <p><b>Créditos para ajustes estructurales (Structural Adjustment Facility, SAF):</b> destinada a financiar reformas estructurales sectoriales en los países, en particular en sectores donde el Fondo tiene competencia (finanzas, banca y finanzas públicas). Las SAF tienen en general un límite de 175% del capital aportado pero un país puede solicitar más de una. También existe desde 2007 una facilidad para los países importadores netos de petróleo con un límite de hasta 200% del capital aportado.</p> <p><b>Préstamo para países con problemas de liquidez:</b> esta es una nueva facilidad que se aprobó en 2009 para países con una sólida trayectoria pero que enfrentaran problemas de liquidez. El límite del crédito es del 100% del capital aportado<sup>1</sup>.</p>	Los países realizaron aportes de capital (reservas) al FMA y es este último quien administra los Fondos aportados por los países.	El FMA tiene un tamaño (capital pagado) de 2.750 mil millones de dólares (dato a fines de 2010) lo cual representa aproximadamente un 0,26% del acervo de reservas internacionales de los países miembros en promedio y un 0,14% de su PIB. Al igual que en el FLAR, la importancia del aporte de capital de cada país en términos de su acervo de reservas y de su Producto Interno Bruto es variable.

1. En el FMA como regla general y más allá de los máximos establecidos para los distintos créditos, los préstamos concedidos a un país miembro en el plazo de doce meses no pueden superar al doble del monto de su cuota. Los préstamos pendientes en cualquier período no pueden superar al triple de su cuota, que puede llegar a 4 veces bajo la aprobación de al menos un 75% de la Junta de Gobernadores (Artículo 21 del Acuerdo constitutivo del FMA).

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Fondos respectivos, WDI del Banco Mundial y convenios constitutivos del FLAR y FMA. El dato de reservas internacionales utilizado para los cálculos incluye oro y corresponde a fines de 2010.

## ANEXO A\_TRES FONDOS DE RESERVAS REGIONALES DESDE UNA PERSPECTIVA COMPARADA (CONTINUACIÓN)

Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada (CMIM) 2010 <sup>2</sup>				
Miembros	Objetivos	Tipos de crédito	Administración	Relevancia para los países miembros
Países miembros de ASEAN+3, que corresponden a los 10 países del ASEAN (Indonesia, Malasia, Filipinas, Singapur, Tailandia, Brunei, Vietnam, Laos, Birmania y Camboya), más China, Japón y Corea del Sur	i) apoyar a los países miembros que presenten dificultades de balanza de pagos y de liquidez de corto plazo, y ii) complementar los acuerdos financieros internacionales que existen.	<p><b>Swaps:</b> La CMIM provee liquidez para enfrentar problemas de balanza de pagos de los países miembros mediante swaps de moneda local de los países por dólares de Estados Unidos del Fondo. Los países tienen derecho a swaps por un monto igual a su contribución al Fondo multiplicada por un cierto número (que es 0,5 para China y Japón, para Corea es de 1 y para los demás países más pequeños es de 2,5 ó 5). Pero desembolsar más del 20% de los créditos disponibles a un país requiere que éste primero llegue a un acuerdo con el FMI (el llamado <i>IMF-link</i>).</p> <p>El plazo de los swaps es de 90 días renovable hasta 720 días y la tasa de interés es de Libor más 1,5% aumentando un 0,5% cada 180 días hasta un máximo de Libor más 3%.<sup>3</sup></p> <p><b>CMIM Precautionary Line (CMIM-PL):</b> Se decidió crearla en mayo 2012. Es de tipo precautorio y tiene condiciones ex-ante para que los países califiquen. La duración del acceso a esta facilidad es por 6 meses para la parte sin el <i>IMF-link</i> y por un año para la porción con <i>IMF-link</i>.</p>	Los bancos centrales participantes del la Iniciativa Chiang Mai Multilateralizada firman cartas de compromiso de fondos en dólares, los que son transferidos únicamente cuando un cierto swap ha sido solicitado y aprobado. Dado que en la práctica las reservas internacionales permanecen en poder de los países es cada país quien las administra de forma individual.	El tamaño de la red de swaps es de 120.000 millones de dólares (96.000 millones de dólares aportados por los países "+3" y 24.000 millones de dólares por los diez países del ASEAN). En la 15ª reunión de Ministros de Finanzas y Gobernadores de Bancos Centrales de ASEAN+3 a principio de mayo 2012 se decidió que se duplicará el tamaño total de la CMIM a 240.000 millones de dólares.

1 Efectiva a partir de marzo 2010. Anteriormente funcionaba la llamada Iniciativa Chiang Mai (CMI) establecida en 2000 y consistente en una red de swaps bilaterales entre países.

3 El mayo 2012 se decidió aumentar el porcentaje de créditos disponibles sin acuerdo previo con el FMI (véase nota al pie 26). Asimismo se decidió aumentar el plazo de los swaps a 1 año (con dos posibles renovaciones por igual periodo totalizando hasta tres años) en el caso de la porción del crédito que no necesita acuerdo con el FMI. Para el resto del crédito el plazo se aumentará desde 90 días a 6 meses con 3 posibles renovaciones por un total de hasta 2 años.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los Fondos respectivos, WDI del Banco Mundial y convenios constitutivos del FLAR y FMA. El dato de reservas internacionales utilizado para los cálculos incluye oro y corresponde a fines de 2010.

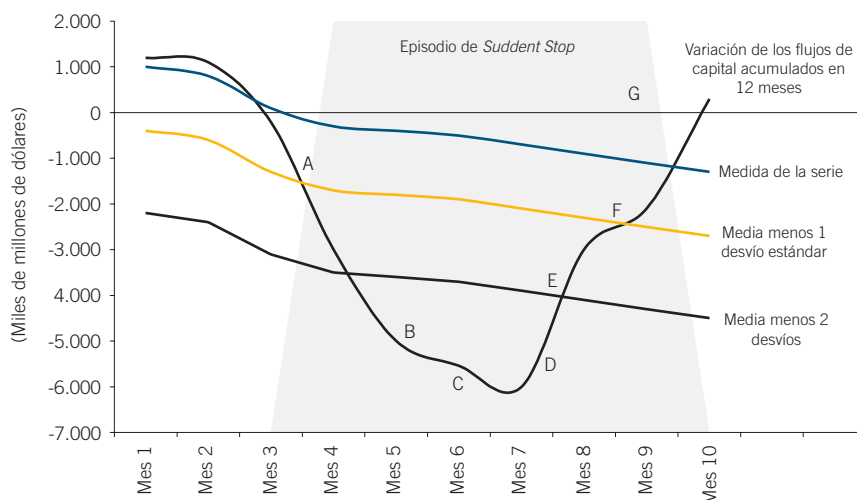
## ANEXO B\_DETECCIÓN DE EPISODIOS DE SUDDEN STOPS EN LOS FLUJOS DE CAPITAL

Para determinar lo que se considera un episodio de *Sudden Stop* se siguió la metodología propuesta por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004, 2008). Esta metodología busca detectar períodos en que haya habido *grandes e inesperadas* caídas en los flujos netos de capital y por lo tanto utiliza la serie de variaciones de los flujos netos de capitales. Así, un episodio de Sudden Stop es aquel que cumple las siguientes condiciones:

- ❑ Contiene por lo menos una observación en la cual la variación de los flujos netos de capital se sitúa al menos dos desvíos estándar por debajo de la media de la serie de variaciones<sup>1</sup>.
- ❑ Habiéndose encontrado una observación que cumpla la condición (a), se determina luego el comienzo del episodio en aquella observación en la cual por primera vez la variación de los flujos netos de capital se situó al menos un desvío estándar por debajo de la media.
- ❑ El episodio continúa hasta tanto la variación de los flujos netos de capital no se sitúe por encima de la media menos un desvío estándar.

El ejemplo gráfico de la figura B.1 permite clarificar la metodología. La variación de los flujos netos de capital es positiva en los dos primeros meses, y se hace negativa a partir del mes 3. De acuerdo con la metodología utilizada, el *Sudden Stop* comienza en el mes 4 (punto A), cuando la variación de los flujos de capital se ubica por primera vez al menos un desvío estándar por debajo de la media de la serie de variaciones. El episodio continúa en la medida que la variación de los flujos netos de capital sea inferior a la media menos dos desvíos estándar (puntos B, C y D) o que esté entre la media menos uno y dos desvíos (punto E). En este ejemplo el último punto del episodio es justamente el punto E, ya que el siguiente punto (F) se ubica por encima de la media menos un desvío estándar.

FIGURA B1\_EJEMPLO DE LA METODOLOGÍA DE DETECCIÓN DE *SUDDEN STOPS* EN LOS FLUJOS NETOS DE CAPITALES



Fuente: Elaboración propia.

<sup>1</sup> Tanto la media como el desvío estándar se calculan en cada período considerando una ventana creciente, con un inicio fijo en la primera observación, de modo de ir capturando la historia completa de la serie.



## ANEXO B\_DETECCIÓN DE EPISODIOS DE *Sudden Stops* EN LOS FLUJOS DE CAPITAL (CONTINUACIÓN)

Se determinaron mediante esta metodología los episodios de Sudden Stops en los flujos netos de capital para cada uno de los doce países bajo análisis utilizando datos mensuales para el período comprendido entre enero de 1990 y diciembre de 2011. Dado que los flujos de capital que se registran en las estadísticas de Balanza de Pagos son en la mayoría de los países de frecuencia trimestral, se utilizó un proxy mensual para estos flujos, tal como el utilizado por Calvo, Izquierdo y Mejía (2004, 2008). Este proxy se obtiene de restar al balance comercial el cambio en las reservas internacionales, ambas variables de registro mensual. Si bien en esta aproximación se incorpora implícitamente la parte de la cuenta corriente que corresponde al pago neto de factores y transferencias corrientes, el eventual problema que esto podría causar es menor, en términos de que para este tipo de ejercicio lo relevante no es tanto el nivel de las respectivas cuentas, sino su volatilidad. Como de hecho esas partidas incluyen principalmente elementos poco volátiles tales como el pago de intereses de deuda de largo plazo entonces no debieran introducir volatilidad espuria al proxy (Calvo et al, 2008). Los flujos de capital se consideraron acumulados en 12 meses y la variación de estos fue calculada con base semestral para evitar la excesiva volatilidad de las variaciones mensuales.

## REFERENCIAS

- Agosin, M y R. Heresi** (2011). "Hacia un Fondo Monetario Latinoamericano", FLAR Papers y Proceedings, disponible en: [https://www.flar.net/documentos/3383\\_6.\\_Manuel\\_Agosin.pdf](https://www.flar.net/documentos/3383_6._Manuel_Agosin.pdf)
- Agosin, M.** (2001). "Fortalecimiento de la cooperación financiera regional", Revista de la CEPAL # 73, abril de 2001.
- Aizenman, J., Edwards, S. y D. Riera-Crichton** (2011). "Adjustment patterns to commodity terms of trade shocks: the role of exchange rate and international reserves policies", documento del NBER # 17692.
- Alonso, G., Magali, I. y M. Villa** (2012). "El FLAR, una alternativa para un Fondo Regional de Unasur" Ministerio de Hacienda y Crédito Público de Colombia, Dirección General de Política Macroeconómica, Notas Fiscales # 17, disponible en: <http://www.minhacienda.gov.co/portal/page/portal/HomeMinhacienda/politicafiscal/NotasFiscales/Notas/Boletin%2017%20Fondo%20Latinoamericano%20de%20Reserva%20FLAR.pdf>
- Bae, K-H, Karolyi, G.A. y R. Stulz** (2003). "A new approach to measuring financial contagion", Review of Financial Studies, Volume 16, Number 3, 2003, pp. 717-763(47).
- Calvo, G, Izquierdo, A y L-F. Mejía** (2008). "Systemic Sudden Stops: The relevance of Balance-Sheet effects and financial integration", Documento del NBER # 14026, disponible en: <http://www.nber.org/papers/w14026>
- Calvo, G, Izquierdo, A y L-F. Mejía** (2004). "On the empirics of Sudden Stops: The relevance of Balance-Sheet effects", documento del NBER # 10520 disponible en: <http://www.nber.org/papers/w10520>

- Ciorciari, J. D.** (2011). "Chiang Mai Initiative Multilateralization, International Politics and Institution-Building in Asia", *Asian Survey*, Vol. 51, Number , pp. 926-952, Sept./Oct., 2011.
- De Gregorio, J.** (2010). "Acumulación de Reservas Internacionales en Economías Emergentes", disponible en: [https://www.flar.net/documentos/3380\\_3.\\_José\\_de\\_Gregorio.pdf](https://www.flar.net/documentos/3380_3._José_de_Gregorio.pdf)
- Dixon, C.** (2012). "The contradictions of the Asian Monetary Fund", Documento de trabajo #21, The Global Policy Institute, London Metropolitan University.
- FLAR** (2010). "Memoria anual 2010", disponible en: [https://www.flar.net/documentos/3418\\_memoriaFLAR2010.pdf](https://www.flar.net/documentos/3418_memoriaFLAR2010.pdf)
- FLAR** (2011). Convenio Constitutivo, 13ª edición, disponible en: [https://www.flar.net/documentos/4361\\_ConvenioConstitutivo13.pdf](https://www.flar.net/documentos/4361_ConvenioConstitutivo13.pdf)
- FLAR** (2012). "Fondo Latinoamericano de Reservas, 2012", presentación de FLAR disponible en: [https://www.flar.net/documentos/2784\\_Fondo\\_Latinoamericano\\_de\\_Reservas\\_2012.pdf](https://www.flar.net/documentos/2784_Fondo_Latinoamericano_de_Reservas_2012.pdf)
- FMA**, Convenio Constitutivo, disponible en: <http://www.amf.org.ae/content/articles-agreement-arab-monetary-fund-1>
- Henning, C. R.** (2011). "Coordinating Regional and Multilateral Financial Institutions", Peterson Institute for International Economics, Working Paper Series W P 1 1 – 9, marzo de 2011.
- Levy-Yeyati y Cohan** (2011). "Latin America Economic Perspectives, Innocent Bystanders in a Brave New World", Brookings Institution. Disponible en: [http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2011/11/economic%20perspectives/11\\_economic\\_perspectives](http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2011/11/economic%20perspectives/11_economic_perspectives)
- Levy-Yeyati, E., Castro, L. y L. Cohan** (2012). "Latin America Economic Perspectives, All together now: the challenge of regional integration", Brookings Institution. Disponible en: [http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2012/4/latin%20america%20perspectives/04\\_latin\\_america\\_economic\\_perspectives](http://www.brookings.edu/~media/research/files/reports/2012/4/latin%20america%20perspectives/04_latin_america_economic_perspectives)
- Machinea, J.L. y D. Titelman** (2007). "¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales", *Revista de la CEPAL* # 91, abril de 2007.
- Moody's** (2008). "Fondo Latinoamericano de Reservas", disponible en: [http://www.alacrastore.com/storecontent/moodys/PBC\\_108748](http://www.alacrastore.com/storecontent/moodys/PBC_108748)
- Ocampo, J.A.** (2012). "La arquitectura regional a la luz de la crisis" disponible en: [https://www.flar.net/documentos/5104\\_Arquitectura\\_financiera\\_regional\\_FLAR\\_Jos%C3%A9\\_A.\\_Ocampo.pdf](https://www.flar.net/documentos/5104_Arquitectura_financiera_regional_FLAR_Jos%C3%A9_A._Ocampo.pdf)
- Ocampo, J.A. y D. Titelman** (2012). "Regional Monetary Cooperation in Latin America" ADBI Working Paper # 373, disponible en: <http://www.adbi.org/files/2012.08.10.wp373.regional.monetary.cooperation.latin.america.pdf>

- Ocampo, J.A. y D. Titelman** (2009–10). Subregional Financial Cooperation: The South American Experience. *Journal of Post Keynesian Economics* 32(2) Winter.
- Standard & Poor's** (2008), Fundamento: Fondo Latinoamericano de Reservas, disponible en: <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/es/la/?articleType=HTML&assetID=1245301583642>
- Sussangkarn, C.** (2010). The Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development and Outlook”, Asian Development Bank Institute, document de trabajo # 230. Disponible en: <http://www.adbi.org/working-paper/2010/07/13/3938.chiang.mai.initiative.multilateralisation/>

# Un Fondo Monetario Latinoamericano: Dimensiones Requeridas y Modalidades<sup>†</sup>

POR MANUEL R. AGOSIN\*

## I. Introducción: Las crisis financieras y las respuestas de política

Este trabajo parte de dos observaciones. La primera es que las crisis financieras internacionales se han vuelto cada vez más frecuentes e intensas. La segunda consiste en la constatación que la institucionalidad financiera internacional carece de la densidad que se necesita para que los países de la América Latina puedan enfrentar estas crisis de tal manera de proteger sus procesos de crecimiento económico. Entre el Fondo Monetario Internacional (FMI) y los países individuales de la región sólo existen algunas instituciones pequeñas, con membresías y recursos limitados, la más importante siendo el Fondo Latinoamericano de Reservas, FLAR.

Hasta ahora, frente a crisis de balanza de pagos, los países latinoamericanos han optado por defensas nacionales: aumentar fuertemente sus reservas internacionales. Ello representa una solución ineficiente a los desafíos de un mercado financiero internacional cada vez más propenso a las turbulencias, con impactos cada vez más intensos sobre los países de la región.

La observación que las crisis más importantes ocurren en varios países en secuencias que están muy cercanas en el tiempo sugiere que ellas tienen, la mayoría de las veces, un origen exógeno y que sus causas deben buscarse en el propio funcionamiento de los mercados internacionales de capitales.

Asimismo, existe evidencia que las crisis de cuenta financiera ocurren luego de un período de elevadas entradas, y que son más probables (y más violentas) mientras más largo es el período de entradas de capitales por encima de sus valores históricamente “normales” (lo que Agosin y Hauita, 2012, denominan “capital surges”). Estas fluctuaciones

<sup>†</sup> Este trabajo se preparó a solicitud del FLAR y una versión preliminar del mismo se presentó en su Conferencia Anual en Cartagena de Indias el 7 de julio de 2012.

\* Departamento de Economía, Universidad de Chile. El autor agradece la ayuda de investigación de Juan Díaz Maureira, los aportes de Rodrigo Heresi y los comentarios recibidos de un referee anónimo y de los participantes en la Conferencia del FLAR del 7 de julio de 2012.

tienen un carácter procíclico: en los períodos de auge, las entradas tienden a ser excesivas (en el sentido que no se justifican por los fundamentos de la economía), y alteran los precios relativos, tales como el tipo de cambio, las tasas de interés, y los valores inmobiliarios y accionarios. Algunos de estos efectos, en particular el aumento en los precios de los activos y la apreciación cambiaria (que abarata los precios de los bienes transables de consumo en moneda nacional) en sí estimulan la demanda agregada y exacerban los auges. La apreciación cambiaria y deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos durante el auge siembran las semillas de la crisis que lo sigue, y eventualmente los desequilibrios producidos van a desembocar en detenciones súbitas (“sudden stops”) de las entradas de capitales y fugas de aquellos capitales más líquidos ingresados durante el boom. El exceso se repite en las salidas. En un círculo vicioso, las fugas de capital agudizan la contracción de la actividad económica a través de la escasez de crédito, la depreciación cambiaria, las alzas en las tasas de interés y la caída en los valores de los activos financieros y reales.

Por otra parte, cuando un país de la región se pone de moda entre los inversionistas internacionales en activos líquidos, es probable que otros países lo hagan también, especialmente si las autoridades económicas en varios de ellos han tomado medidas similares para liberalizar mercados y abrirse a los capitales extranjeros. A estos fenómenos podemos llamarles contagio positivo: existe evidencia estadística sólida que las inusuales entradas de capital suelen manifestarse en varios países al mismo tiempo (véase Agosin y Huaita, 2011 y 2012).

El contagio negativo es el más estudiado en la literatura sobre el tema: las salidas de capitales desde un país suelen gatillar salidas similares desde otros. En las crisis recientes en América Latina han estado presentes nítidamente los elementos “subjetivos” y “objetivos” de las crisis financieras. Los subjetivos tienen que ver con el temor que experimentan los inversionistas cuyas carteras están diversificadas internacionalmente que la crisis en un país pueda repetirse en países que suelen ser considerados dentro de una misma clase de inversión (*emerging markets*). Más objetivamente, cuando un país grande entra en crisis, los inversionistas internacionales, que están a su vez fuertemente apalancados, suelen experimentar presiones por parte de los bancos acreedores para aumentar el colateral que ofrecen contra los préstamos que les han hecho para realizar adquisiciones de activos del país en crisis. Para cubrir esas demandas, los inversionistas se ven obligados a hacer fuertes ventas netas de papeles de otros países que aún no han bajado de valor, propagando así la crisis original de un país a otro (véase Krugman, 2008).

Las crisis financieras internacionales suelen ser secuenciales. La típica crisis secuencial fue la asiática: una crisis que comenzó en Tailandia en agosto de 1997 terminó afec-

tando antes de fin de año a una buena parte de la región e incluso a países que exhibían una gran estabilidad interna, una buena situación de reservas internacionales y déficits en cuenta corriente razonables. Luego de Tailandia, cayeron en crisis Indonesia, Malasia, Corea, Filipinas e incluso Hong Kong. Asimismo, la crisis rusa de 1998 contagió primero a Brasil<sup>1</sup> y de allí se fue propagando a varios otros países de América Latina, incluyendo a aquellos que tenían políticas macroeconómicas adecuadas y niveles elevados de reservas.

Con la crisis de 2008 hicieron su debut las crisis globales simultáneas, a las que Calvo, Izquierdo y Mejía (2008) llaman detenciones súbitas sistémicas (*systemic sudden stops*): vale decir, aquellas que afectan a muchos países al mismo tiempo. Un gran número de países de América Latina (y de otras regiones emergentes) sufrió pérdidas de reservas, depreciaciones cambiarias, alzas en las primas de riesgo soberano y sequía de préstamos en divisas. Estas crisis son más difíciles de enfrentar, porque varios países al mismo tiempo están sujetos al mismo shock.

En este trabajo, abordamos el papel que puede jugar un fondo regional que, comenzando con el FLAR como su base, cubra a un número mayor de países de la región. Nos preguntamos cuáles son sus ventajas como entidad complementaria al FMI, cuál debería ser su tamaño y en qué proporciones debería estar constituido por capital propio, por líneas de crédito contingente de los países pertenecientes al fondo (con algunas características parecidas a los *New Arrangements to Borrow* del FMI), por endeudamiento en los mercados internacionales con la garantía de los países miembros (que es la forma principal de fondearse del Banco Mundial, del BID, o del Banco de Desarrollo de América Latina, CAF), o por líneas de crédito con el FMI que se pudiesen utilizar bajo ciertas circunstancias, e incluso por swaps acordados con los bancos centrales de países extra regionales. La hipótesis de trabajo del estudio es que un fondo de esta naturaleza puede ser un buen complemento al Fondo Monetario Internacional y puede constituir un importante cortafuego a las crisis financieras. Cuando las crisis son secuenciales, la capacidad de atajar en forma temprana las que se comienzan a manifestar en uno o más países puede evitar que ellas se propaguen a otros países. Cuando son simultáneas, las líneas de defensa a nivel global son indispensables. Pero aún en estos casos, el fondo regional puede convertirse en un eficiente conducto entre el FMI y los países individuales, especialmente cuando la rapidez de los desembolsos es crucial para evitar los peores efectos de las crisis globales.

<sup>1</sup> De acuerdo a Baig y Goldfajn (2000), el contagio de la crisis rusa a Brasil se produjo en el mercado offshore de bonos soberanos.

Este estudio aborda los siguientes temas. En la sección II se argumenta a favor de ampliar el FLAR para transformarlo en un fondo latinoamericano al que puedan adherir todos los países de la región. La sección III analiza las tres últimas crisis que ha vivido la región (la crisis asiática-rusa de 1998-1999, la crisis argentina-brasileña de 2001-2002 y la crisis global de 2008-2009), con el objetivo de determinar hasta qué punto y en qué circunstancias las crisis son secuenciales o sistémicas. La sección IV describe y analiza las características de tres ventanillas que podría operar dicho fondo. La sección V estima el volumen de recursos que podría tener el fondo regional. También se hace una sugerencia con respecto a la distribución de dichos recursos entre las contribuciones directas y contingentes de los países miembros, un apalancamiento razonable y un vínculo financiero entre el fondo regional y el FMI. La sección VI presenta las conclusiones.

## II. Colocando al fondo regional en el contexto internacional

Un fondo regional puede cumplir varias funciones que son más eficientes a nivel regional que multilateral. En primer lugar, podría aliviar la necesidad de acumular reservas a nivel de los países participantes. Este no es un efecto de segundo orden. La acumulación de reservas tiene un importante costo de oportunidad, toda vez que su rendimiento es extraordinariamente bajo, particularmente en el contexto de los últimos años en que las tasas de interés en los países centrales se han acercado a cero.

El aumento en las reservas de los países latinoamericanos fue dramático entre 1997 y 2010. Como se muestra en el cuadro 1, dichas reservas en un conjunto de 12 países que representan un elevado porcentaje del PIB de la región se multiplicaron por un factor de 3.7. En relación a la deuda externa de corto plazo, las reservas internacionales se triplicaron. Brasil representa un caso extremo: sus reservas internacionales como proporción de su deuda externa de corto plazo se quintuplicaron en este período<sup>2</sup>. Es de esperar que un fondo regional, al permitir lo que en efecto sería un grado de *pooling* de reservas, pueda desacelerar la vertiginosa tasa de aumento en las mismas.

En segundo lugar, un fondo regional podría mejorar el acceso a los mercados internacionales de capital para que todos sus miembros puedan tener un cortafuego más efectivo en situaciones de crisis. A pesar de su pequeño tamaño (un total de capital propio

<sup>2</sup> Desde luego, no en todos los casos la acumulación de reservas se debió a un motivo precautorio. Ésta coincidió con el boom de los commodities. En algunos países, el incentivo a acumular reservas se debió a impedir que se apreciara el tipo de cambio de manera que las autoridades consideraban excesiva.

de US\$2,344 millones a fines de 2011), el FLAR ya tiene una calificación de riesgo que supera a la de cualquier país latinoamericano individual, incluyendo aquellos que ostentan grado de inversión (Chile, Colombia y México)<sup>3</sup>. Si pudiese expandir su membresía a un número mayor de países, que incluyera a los países más grandes de la región, no sólo aumentaría su capacidad de ir en ayuda de los países afectados por crisis financieras sino que también, al contar con la garantía colectiva de todos los países miembros, mejoraría su ya excelente calificación de riesgo y podría endeudarse a tasas más bajas que las que deben pagar sus miembros en forma individual. Esto sería particularmente beneficioso para los países más pequeños que tienen un acceso limitado a los mercados internacionales. Y sería particularmente importante en situaciones de crisis.

Tercero, un fondo monetario latinoamericano podría allegar recursos a países con problemas en forma mucho más expedita que el Fondo Monetario Internacional. Al presente, mientras un acuerdo de contingencia con el FMI suele demorar meses en su negociación, el FLAR ya desembolsa préstamos en poco más de un mes después de haber recibido una solicitud.

CUADRO 1\_ AMÉRICA LATINA (12 PAÍSES): RESERVAS INTERNACIONALES NOMINALES  
Y COMO PROPORCIÓN DE LA DEUDA EXTERNA DE CORTO PLAZO  
(MILES DE MILLONES DE DÓLARES Y PORCENTAJES)

	1997		2010	
	Reservas internacionales	Proporción deuda corto plazo	Reservas internacionales	Proporción deuda corto plazo
Argentina	22,3	70	49,7	133
Bolivia	1,1	272	8,1	4.067
Brasil	50,8	146	287,1	782
Chile	17,6	320	27,8	187
Colombia	9,8	169	27,8	487
Costa Rica	1,3	252	4,6	119
Ecuador	2,1	100	1,4	84
México	28,8	103	120,3	493
Paraguay	0,8	167	4,1	376
Perú	11	169	42,6	699
Uruguay	1,6	82	7,6	955
Venezuela	14,4	342	13,1	77
Total	161,5	132	594,4	396

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

<sup>3</sup> Véase Ocampo y Titelman, 2012, pág. 20.



Cuarto, un fondo regional contaría con las confianzas de los países miembros, lo que no siempre sucede con el FMI. Por lo tanto, estaría en mejores condiciones que este último para practicar el monitoreo (*surveillance*) que debe hacer un organismo acreedor. Asimismo, su ubicación dentro de la región y un diálogo permanente con todos sus miembros le darían al fondo una ventaja comparativa para realizar dicho monitoreo. De hecho, con el tiempo el fondo podría convertirse en un foro permanente en el cual los países puedan dialogar sobre las experiencias individuales con políticas que minimizan la probabilidad de crisis. Dada la frecuencia y virulencia creciente de las crisis, el foro regional puede ser un instrumento muy importante para compartir información y diagnósticos, en particular para países pequeños.

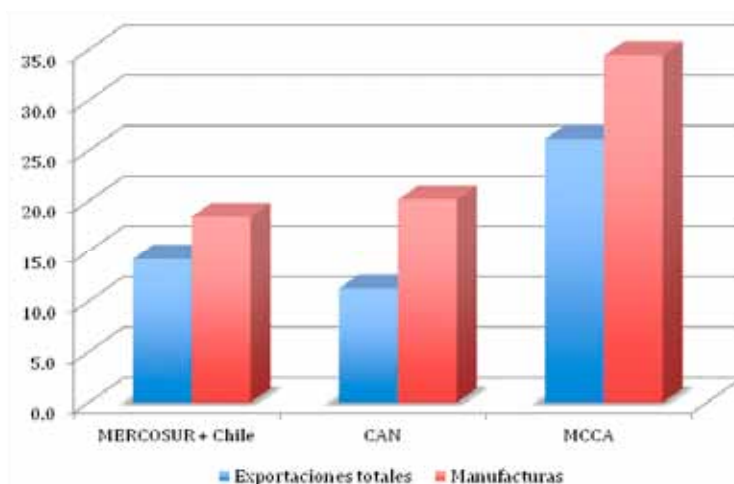
Por último, un fondo regional que sea capaz de disminuir la incidencia e intensidad de las crisis financieras en países individuales tendría el efecto indirecto de moderar la volatilidad de los tipos de cambio bilaterales de los países de la región, lo que contribuiría a la integración regional. A diferencia de Unión Europea, donde el comercio intrarregional representa dos tercios de su comercio total, en América Latina dicho comercio es apenas el 19 por ciento de las exportaciones totales<sup>4</sup>.

Es justamente en este segmento del comercio exterior de los países donde se encuentra un porcentaje elevado de las exportaciones manufactureras y con mayor contenido tecnológico. Como puede verse en el gráfico 1, aún en las acuerdos de integración vigentes (Mercosur, Comunidad Andina de Naciones y el Mercado Común Centroamericano), el comercio intrarregional es una proporción muy baja de las exportaciones totales de sus miembros. Sin embargo, la participación del comercio intrarregional en las exportaciones de manufacturas supera con creces su participación en las exportaciones totales. En el caso de la Comunidad Andina de Naciones, la participación del comercio inter regional en las exportaciones manufactureras casi duplica su participación en las exportaciones totales.

La constitución de un fondo latinoamericano no representaría una iniciativa para reemplazar al FMI sino más bien para complementarlo. La arquitectura financiera internacional es sumamente incompleta y deja muchos vacíos importantes para las economías emergentes. En el área de financiamiento para el desarrollo, los países de la región tienen acceso a financiamiento multilateral (Banco Mundial), regional (BID) y subregional (CAF). Esta densidad institucional no está presente en el campo del financiamiento de balanza de pagos. No existe financiamiento oficial expedito ni para shocks externos adversos a

<sup>4</sup> Cifras de la Unión Europea y de CEPAL.

GRÁFICO 1\_MIEMBROS DE ACUERDOS COMERCIALES EN AMÉRICA LATINA:  
COMERCIO INTRARREGIONAL COMO PROPORCIÓN DE SUS EXPORTACIONES TOTALES  
Y DE SUS EXPORTACIONES DE MANUFACTURAS, 2010



Fuente: CEPAL.

los términos del intercambio, ni para shocks de salidas de capital por contagio de crisis que vienen desde afuera de la región (crisis asiática-rusa, crisis post quiebra de Lehman Brothers) o que se originan en un país de la región y se propagan a otros (crisis argentina-brasileña de 2001-2002). Tampoco existe un foro donde los países de la región puedan discutir sus políticas macroeconómicas y otras con impacto sobre la macroeconomía (por ejemplo, regulación bancaria y financiera).

La necesidad de contar con organismos financieros regionales ha sido reconocida desde hace bastante tiempo. En 1978 se creó el Fondo Andino de Reservas como parte integral de la Comunidad Andina de Naciones. Luego, en 1989 su directorio determinó ampliarlo a otros países de América Latina, cambiándole el nombre a Fondo Latinoamericano de Reservas, lo que se concretó más tarde con la adhesión de Costa Rica (2000) y Uruguay (2009).

Por su parte, en 2000, los diez países de la Asociación de Naciones del Sudeste Asiático (ASEAN, por su sigla en inglés)<sup>5</sup>, Corea, Japón y China lanzaron la Iniciativa de Chiang Mai (CMI). En un principio, este arreglo institucional entre los 13 países consistió en una madeja de acuerdos bilaterales de swaps de monedas (con el fin de enfrentar potenciales

<sup>5</sup> Estos países son Brunei, Camboya, Filipinas, Indonesia, Laos, Malasia, Myanmar, Singapur, Tailandia y Vietnam.

fugas de capital) que representaban varias veces sus cuotas en el FMI (véase Henning, 2009). En marzo de 2010 estos acuerdos se “multilateralizaron” (en lo que ha venido en llamarse la Multilateralización de la Iniciativa de Chiang Mai, o CMIM, por su sigla en inglés), en el sentido que se creó un fondo único de US\$120 mil millones (aunque las reservas asignadas a la Iniciativa continuaron estando en los bancos centrales respectivos).

Al escribirse estas líneas, los países del CMIM estaban contemplando una duplicación del fondo a US\$240 mil millones, a raíz de la profundización de la crisis de deuda soberana en Europa y sus posibles efectos sobre los países miembros. Cabe recordar que las reservas internacionales del grupo de países que constituyen el CMIM exceden los US\$5 billones (trillones, en la usanza estadounidense). Pero ellas están concentradas en países que con seguridad no tendrían que acudir al acuerdo en casos de una crisis financiera sistémica, en particular China, Japón y quizás Corea. El principal interés de estos países en suscribir el acuerdo financiero regional es más bien su liderazgo político en la región y la protección de las redes de comercio internacional que tienen su centro neurálgico en estos tres países.

Hasta el momento, los recursos del CMIM no han sido utilizados, en parte por el requerimiento que obliga a los países que giren más del 20 por ciento de su acceso máximo de recursos en el CMIM a tener un acuerdo con el FMI, con las correspondientes condicionalidades.

La propuesta que se hace aquí para un fondo con cobertura amplia en América Latina es utilizar el FLAR como punto de partida. A pesar de sus pequeños recursos, el FLAR ha tenido un historial muy exitoso en apoyar a sus miembros cuando ellos han experimentado problemas de balanza de pagos.

Resumiendo, se propone ampliar el FLAR invitando a adherirse a los países latinoamericanos que no pertenecen a él, con cuotas pagadas (en todos menos en los países más grandes) iguales a las que aportan los países miembros. Estos recursos podrían ser complementados por una red de acuerdos de financiamiento contingente que no sólo le darían al organismo un peso suficiente para defender a sus miembros de ataques especulativos sino que también para disuadirlos antes que se manifiesten.

Antes de describir a grandes rasgos los servicios que podría prestar el fondo y una posible estructura de financiamiento, nos preguntamos hasta qué punto las crisis financieras que ha experimentado la región han sido secuenciales o simultáneas. Un fondo regional

sería más directamente útil para lidiar con crisis secuenciales, ya que defendiendo a los primeros países afectados podría contribuir a que no se contagiaron los demás. Aunque las crisis simultáneas son más complejas, se argumentará que el fondo regional podría cumplir un papel, si es utilizado por los organismos globales como conducto para apoyar a los países afectados.

### **III. Análisis de las crisis financieras recientes**

¿Entonces, hasta qué punto las crisis financieras internacionales recientes en América Latina (1998-1999, 2001-2002, 2008-2009) han sido secuenciales o simultáneas? Para responder a esta pregunta, desarrollamos una metodología para identificar crisis a nivel nacional que descansa en el examen de sus principales síntomas. Éstos dependen en buena medida del régimen cambiario que el país ha escogido. Comencemos con lo que podemos esperar que ocurra en los dos regímenes cambiarios extremos (tipo de cambio fijo o libremente fluctuante).

Si un país tiene un tipo de cambio nominal fijo, una fuga de capitales se manifestará fundamentalmente en una pérdida de reservas. En casos de fijación pura o de caja de convertibilidad, el efecto de una crisis exógena de cuenta financiera se sentiría primero sobre las reservas y posteriormente sobre la tasa de interés, a medida que la pérdida de reservas vaya contrayendo la liquidez y en circunstancias en que el banco central no esteriliza las salidas de capital. Sin embargo, en la práctica las autoridades suelen tomar medidas tempranas tales como elevar la tasa de interés para moderar las salidas, y cuando el banco central se está quedando sin reservas, se suele devaluar el tipo de cambio e incluso, en situaciones extremas, dejarlo flotar, sobreviniendo una fuerte depreciación. Pero la secuencia normal sería, primero, pérdida de reservas; segundo, alzas de las tasas de interés; y tercero, cuando la fuga se hace aguda, devaluación o flotación con depreciación intensa del tipo de cambio nominal.

Para países con tipo de cambio totalmente flexible, una crisis de balanza de pagos debería afectar sólo al tipo de cambio nominal, dejando inalteradas las reservas y la tasa de interés. Sin embargo, nuevamente, frente a una crisis los bancos centrales suelen abandonar el modelo puro y muchos salen a defender la moneda utilizando sus reservas y elevando la tasa de interés.

En la región existen países que han optado, al menos durante ciertos períodos, por regímenes intermedios (bandas cambiarias, flotación sucia, o fuerte intervención en los

mercados cambiarios sin un compromiso con un tipo de cambio determinado). En estos casos, los síntomas de crisis pueden tener características de los que se dan en ambos regímenes extremos.

En resumen, las crisis financieras internacionales suelen estar acompañadas de una combinación de depreciaciones nominales, pérdidas de reservas y/o alzas de las tasas de interés. Alrededor del comportamiento de estas tres variables, hemos diseñado un indicador de crisis con datos mensuales desde enero de 1997 hasta diciembre de 2010 para 16 países latinoamericanos (Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Guatemala, Honduras, México, Panamá, Paraguay, Perú, República Dominicana, Uruguay y Venezuela).

El indicador global de crisis es una combinación de los tres síntomas mencionados. Utilizamos una desviación estándar de cada variable como un síntoma de crisis. Vale decir, si el tipo de cambio nominal se deprecia en un mes en un monto que es mayor a una desviación estándar para todo el período, toma el valor de la unidad; en caso contrario, toma el valor de cero. Igualmente, una pérdida de reservas de más de una desviación estándar en un mes determinado recibe un valor de uno, y cero en caso contrario. Finalmente, un aumento en la tasa de interés de mercado de más de una desviación estándar está indicado por un valor de uno.

Al sumar para cada país los tres indicadores obtenemos un indicador agregado de síntomas de crisis<sup>6</sup>. Una gran ventaja de esta metodología es contar con datos mensuales ya que las crisis ocurren en meses (e incluso días) específicos que una periodicidad anual no logra captar. En contraste, las partidas de balanza de pagos, en el mejor de los casos, están disponibles con frecuencia trimestral y esto ni siquiera para todos los países.

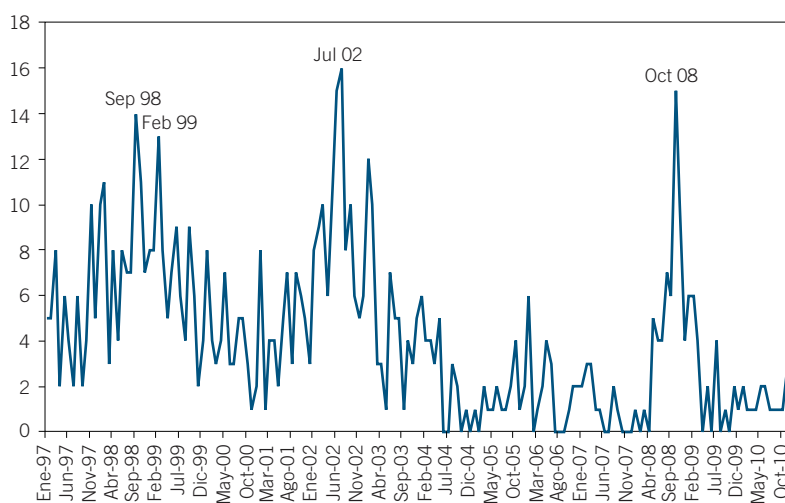
¿Cuán útil es este ejercicio? Si sumamos los tres indicadores de crisis para los 16 países, podemos construir un indicador global de crisis en la región. Como puede apreciarse en el gráfico 2, nuestro indicador de crisis es bastante preciso en ponerles fechas a cuándo las crisis desde 1997 afectaron a América Latina en su forma más aguda: entre

<sup>6</sup> Sturzenegger y Levy-Yeyati (2005) utilizan una metodología similar para clasificar a los países por su régimen cambiario de facto, en contraposición al que anuncian oficialmente. Algunos países que se declaran adscritos a la flotación de hecho tienen tipos de cambio semi fijos, porque sus bancos centrales están continuamente interviniendo en el mercado cambiario o variando la tasa de interés con el objetivo que el tipo de cambio no fluctúe más de lo “aceptable”. Por lo general, se trata de economías altamente dolarizadas para las cuales una depreciación cambiaria podría conllevar quiebras de empresas e insolvencias bancarias.

septiembre de 1998 y febrero de 1999 para la crisis asiática-rusa, julio de 2002 para la crisis argentina-brasileña<sup>7</sup> y octubre de 2008 para la crisis financiera global.

Para determinar cuán secuenciales o simultáneas han sido las últimas tres crisis financieras, utilizamos la información contenida en estos tres indicadores de manera distinta, contando el número de países para los cuales al menos dos de los tres indicadores señalaron la aparición de una crisis financiera. Los resultados pueden verse en el gráfico 3. Es interesante que en ninguna de las tres crisis un porcentaje mayor al 37.5 por ciento del número de países incluidos experimentó una crisis severa (con dos o más indicadores en luz roja). Por otra parte, con excepción de la crisis global reciente, el número de países que entra en crisis alrededor de su momento más crítico va aumentando gradualmente. En otras palabras, las crisis de 1998-99 y 2001-2002 parecen haber sido claramente secuenciales y la crisis de 2008-2009 más bien simultánea, aunque durante esta última sólo seis de los 16 países se vieron seriamente comprometidos.

GRÁFICO 2\_AMÉRICA LATINA (16): ÍNDICE MENSUAL AGREGADO DE CRISIS FINANCIERAS

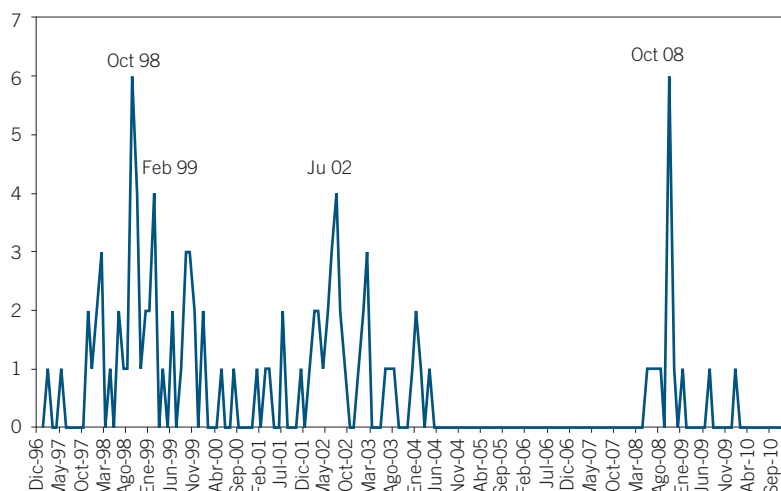


*Nota:* Para la definición del índice, véase el texto. Las fechas en el área del gráfico señalan máximos para meses cercanos y tienen la intención de ponerle fecha a las crisis de esos años.

*Fuente:* Cálculos del autor, basados en cifras del Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

<sup>7</sup> Si bien la crisis argentina de la deuda, con el quiebre de la convertibilidad a fines de 2001, fue la más importante, los efectos de contagio parecen haber sido más generalizados cuando los temores de que Lula fuese elegido Presidente de Brasil hicieron subir la prima de riesgo soberano de ese país a más de 2 mil puntos básicos hacia mediados de 2002. Luego de la elección del mismo Lula, la prima de riesgo descendió bruscamente, aparentemente porque el nombramiento de su Ministro de Finanzas calmó al mercado.

GRÁFICO 2\_AMÉRICA LATINA (16): NÚMERO DE PAÍSES EXPERIMENTANDO SÍNTOMAS AGUDOS DE CRISIS (DOS O MÁS INDICADORES POSITIVOS)



*Nota:* Para la definición del índice, véase el texto. Las fechas en el área del gráfico señalan máximos para meses cercanos y tienen la intención de ponerle fecha a las crisis de esos años.

*Fuente:* Cálculos del autor, basados en cifras del Fondo Monetario Internacional, *Estadísticas Financieras Internacionales*.

La evidencia circunstancial nos dice que las crisis financieras internacionales son dañinas para el crecimiento económico. Esto puede ser verificado con un ejercicio econométrico de panel con efectos fijos temporales y por país para los 16 países, con 14 datos anuales por país durante 1997-2010. Estimamos la siguiente ecuación:

$$g_{it} = \alpha + \beta * IC_{it} + \lambda_t + \eta_i + \varepsilon_{it}$$

donde  $g_{it}$  es la tasa de crecimiento anual del PIB del país  $i$  en el año  $t$ ,  $IC_{it}$  es el índice de crisis del país  $i$  en el año  $t$ ,  $\lambda_t$  es un efecto fijo temporal,  $\eta_i$  es un efecto fijo por país y  $\varepsilon_{it}$  es el término de error con media cero y varianza constante. Los efectos fijos controlan por variables no observadas que podrían estar afectando a todos los países durante un año dado (con excepción de las crisis financieras) o a cada país individual a través de todo el período.

Los índices de crisis que se utilizan son tres. El primero, que denotaremos como IC1, se construye considerando la suma anual de los tres indicadores de crisis. El segundo, IC2, es la suma de meses en un año con al menos uno de los tres indicadores de crisis

activo. En tercero, IC3, es la suma de meses en un año con al menos dos de los tres indicadores de crisis activos.

Las estimaciones, que se muestran en el cuadro 2, avalan la hipótesis que las crisis financieras tienen efectos nocivos sobre el crecimiento de los países latinoamericanos. Controlando por efectos temporales diferentes a las crisis financieras y por variables no observadas que se dan a nivel de los países, el impacto de un indicador activo adicional de crisis durante un mes es de reducir la tasa de crecimiento anual en 0.26 puntos porcentuales. Por otro lado, cuando aumenta en un mes el número de meses dentro del año en que uno o más indicadores de crisis están activos, la tasa de crecimiento anual disminuye en 0.56 puntos porcentuales. Por último, cuando aumenta en un mes el número de meses en que dos indicadores o más indicadores están activos, la tasa de crecimiento anual se ve afectada adversamente en 1.18 puntos porcentuales. Estos tres coeficientes son significativamente distintos de cero al uno por ciento de significación.

El modelo, por sencillo que sea, logra explicar más del 40 por ciento de la variación observada en las tasas de crecimiento. De los tres índices de crisis, nos parece que el tercero (el número de meses en que por lo menos dos indicadores dieron luces de alerta) es el que mejor refleja la existencia de una crisis en un país. Por lo tanto, el coeficiente asociado a este índice (que denominamos IC3) es probablemente el que más adecuadamente refleja la incidencia de las crisis financieras sobre el crecimiento. Nótese que es el coeficiente más precisamente estimado (el con menor desviación estándar). En resumen, las crisis financieras probablemente disminuyen la tasa de crecimiento promedio en la región en más de un punto porcentual (abstrayendo de otros efectos que también afectan al crecimiento).

Por lo tanto, si un fondo regional pudiese ayudar a moderar las crisis financieras internacionales o a suavizar su impacto sobre la economía real, estaría haciendo una gran

CUADRO 2\_ IMPACTO DE LAS CRISIS FINANCIERAS SOBRE EL CRECIMIENTO AND AMÉRICA LATINA:  
ESTIMACIONES DE PANEL CON EFECTOS FIJOS POR PAÍS Y POR AÑO  
(VARIABLE DEPENDIENTE: CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB; 16 PAÍSES, 1997-2010)

	Coefficiente	Error estándar	t	P> t	R <sup>2</sup>
IC1	-0,26	0,08	-3,28	0,001	0,42
IC2	-0,56	0,21	-2,65	0,009	0,41
IC3	-1,18	0,23	-4,98	0,000	0,45
Observaciones	224				

Nota: Las variables mudas por país no se muestran en el cuadro.



contribución a que los países individuales pudiesen evitar las fuertes desaceleraciones en el crecimiento que ocurren en ocasiones de shocks financieros externos.

Examinamos una fuente adicional de evidencia acerca de las características de las crisis financieras. Utilizando datos anuales de balanza de pagos, calculamos la variación anual en las entradas netas de capital (a dólares de 2010)<sup>8</sup>, excluyendo inversión extranjera directa y cambios en las reservas internacionales, para 12 países de la región durante el período que va desde 1994 a 2010. Una cifra negativa indica una disminución en las entradas netas, o un aumento en las salidas, de capital no IED. Como puede apreciarse en el cuadro 3, las cifras anuales de cambios en las entradas netas de capitales muestran que las crisis se concentraron en 1994 (en anticipación de la dilatada crisis mexicana que tuvo su desenlace a fines de año), en 1999 (a consecuencia de la crisis asiática-rusa) y en 2008 (crisis financiera global).

Desde luego, las crisis no se concentran en un año y su incidencia en el tiempo es bastante variable. La crisis mexicana de fines de 1994 afectó a Argentina en su forma más aguda en 1995. Brasil ya venía experimentando fuertes contracciones en sus entradas de capital en 1997 y 1998. Chile fue afectado por la crisis global que comenzó en 2008 sólo en 2009, ya que en 2008 las entradas de capital continuaron siendo fuertes.

Es interesante anotar que no sólo fueron grandes las sumas de las caídas netas en los flujos de capital no IED durante los años de crisis (1994, 1999 y 2008), sino que también se contrajeron los aumentos de estos flujos en los países que no acusaron caídas. Las salidas, o reducciones en las entradas, más importantes se registraron luego de la crisis asiática-rusa en 1999 (10 de los 12 países) y en 2008 (en nueve de los 12 países, si se agrega el fuerte registro negativo de Chile en 2009, producto de la misma crisis). La crisis mexicana de 1994 afectó sólo a Argentina y la crisis argentina-brasileña de 2001-2002 parece haber contagiado sólo a México, Perú, Uruguay y Venezuela, aunque Colombia y Ecuador también acusaron caídas en los cambios netos (aún positivos) en las entradas de capitales.

Por último, revisamos evidencia adicional que sugiere que el contagio de la crisis asiático-rusa tuvo menos ribetes de simultaneidad que los impactos de la crisis financiera reciente. Con datos diarios de la prima de riesgo soberano por país compilada por Bloomberg (el *EMBI spread*), estimamos el primer componente principal para períodos que

<sup>8</sup> Dólares corrientes de cada año, deflactados por el índice de precios al consumidor de Estados Unidos (con base 2010 = 100).

CUADRO 3\_América Latina (12): Cambios anuales en los flujos de capital, excluyendo inversión extranjera directa y cambios en reservas (millones de US\$ a precios de 2010)

Año	ARG	BOL	BRZ	CHL	COL	CRI	ECU	MEX	PRY	PER	URY	VEN	Suma cifras negativas	Suma cifras positivas
1994	-1,7	0,0	-3,1	1,9	0,1	-0,6	0,6	-36,3	0,1	1,6	0,4	-9,9	-51,6	4,7
1995	-11,2	-0,2	26,8	-5,2	2,5	0,7	-3,3	3,1	0,0	0,8	-0,2	-0,6	-20,6	33,9
1996	4,4	0,1	-6,9	1,1	0,0	-0,7	1,7	-15,5	-0,1	-2,2	-0,3	1,4	-25,7	8,8
1997	7,3	-0,1	-20,9	3,3	-2,9	0,7	-0,1	11,0	0,3	2,5	0,6	-2,5	-26,5	25,6
1998	1,8	0,1	-8,4	-5,7	-0,8	-0,3	1,4	3,2	-0,3	-3,7	0,1	4,8	-19,1	11,5
1999	-30,4	-0,6	-13,7	-6,5	-4,4	0,5	-3,3	-11,3	0,5	-2,3	-0,8	-1,7	-75,1	1,1
2000	10,6	-0,1	-1,4	8,1	0,0	-0,8	-0,8	0,7	-0,4	1,9	0,8	-6,0	-9,7	22,0
2001	-8,7	0,0	18,0	-1,4	2,6	0,3	3,4	7,1	0,0	0,4	-0,4	5,0	-10,5	36,8
2002	-9,1	0,4	-11,5	0,9	0,1	0,7	0,4	-3,1	0,0	-0,9	-0,9	-6,7	-32,3	2,5
2003	13,8	0,0	1,9	-1,3	-0,3	0,2	-1,4	4,6	0,1	-0,2	0,7	3,7	-3,2	25,0
2004	2,7	0,4	-13,5	-7,4	0,5	-0,7	-0,3	-12,7	-0,4	1,5	-0,4	-6,4	-41,8	5,0
2005	1,9	0,1	-6,3	5,6	-3,0	0,2	0,0	6,5	0,5	-3,8	0,3	-6,5	-19,5	15,0
2006	-9,0	-2,8	53,8	-6,0	-0,2	0,2	-1,8	-17,4	-0,3	0,0	-1,0	1,5	-38,6	55,5
2007	10,4	1,1	38,1	-11,9	5,4	0,4	2,2	19,7	0,5	7,0	1,3	-5,0	-16,9	86,2
2008	-17,2	1,0	-61,8	23,2	-1,3	-0,7	-1,1	1,4	-0,2	-1,2	0,7	0,7	-83,4	27,0
2009	6,1	-0,2	32,1	-8,3	1,3	-1,1	-1,0	12,9	0,0	-4,9	-1,2	13,6	-16,8	66,0
2010	7,8	0,6	25,8	-5,4	9,0	1,2	2,9	15,2	0,1	7,3	-1,4	-4,5	-11,3	69,9

Nota: Cifras en rojo reflejan caídas acumuladas en la región superiores a los US\$ 50 mil millones (suma de cifras negativas).

Fuente: Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras Internacionales.

contienen el impacto de la crisis asiático-rusa (31 de diciembre de 1997 hasta el 31 de diciembre de 2000) y el de la crisis global reciente (2 de enero de 2007 hasta el 14 de abril de 2012, último dato disponible cuando se realizó la estimación). Se pudo comprobar que las series de los EMBI *spreads* tienen un solo componente principal, que se calculó (por el método de componentes principales) en base a la siguiente ecuación:

$$SP_{i,t} = \alpha_i + \beta_i CF_t + u_{i,t}$$

donde  $SP_{i,t}$  es el EMBI para el país  $i$  el día  $t$ ,  $CF_t$  es el factor común el día  $t$ ,  $\alpha_i$  es una constante por país,  $\beta_i$  es el efecto de un cambio en el factor común sobre el EMBI del país  $i$  y  $u_{i,t}$  es el término de error. Luego correlacionamos el factor común con el EMBI *spread* de cada país y obtuvimos los coeficientes de correlación que se observan en el cuadro 4. Los gráficos del factor común se consignan en el gráfico 4.

Los gráficos nos cuentan una historia bastante parecida a la que se ha discutido en relación a los indicadores de crisis: la cronología de las crisis corresponden, a grosso modo, con los extremos del factor común que afectó a todos los EMBI *spreads* nacionales. En otras palabras, existe un factor común que explica las crisis financieras recientes que no guarda relación con las políticas nacionales. Por otra parte, el cuadro 4 indica que este factor común estuvo mucho más correlacionado con los EMBI *spreads* nacionales en la crisis reciente que en la asiático-rusa, lo que sugiere un grado mayor de simultaneidad en esta última.

En resumen, América Latina experimentó dos shocks financieros internacionales con contagio acotado en 1994-1995 y 2001-2002; y dos shocks generalizados: uno luego de

CUADRO 4\_PORCENTAJE DE LA VARIANZA EN EL EMBI EXPLICADO POR EL FACTOR COMÚN, CRISIS ASIÁTICA RUSA Y CRISIS FINANCIERA GLOBAL

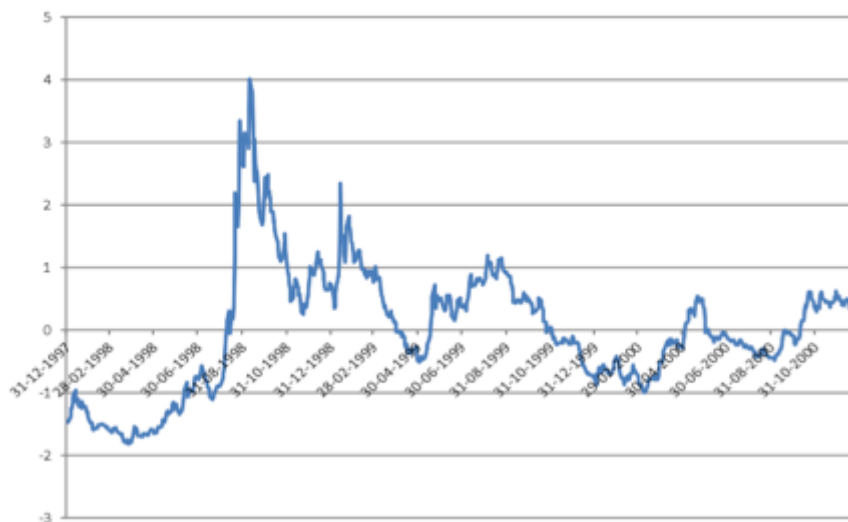
Países	Crisis asiático rusa: desde 31-12-1997 hasta 31-12-2000	Crisis financiera global: desde 02-01-2007 hasta 14-04-2012
Argentina	89	92
Brasil	86	93
Colombia	80	94
Ecuador	85	83
México	84	98
Panamá	91	96
Perú	87	96
Venezuela	85	56

*Nota:* Se excluyó a países sin datos completos para ambos períodos.

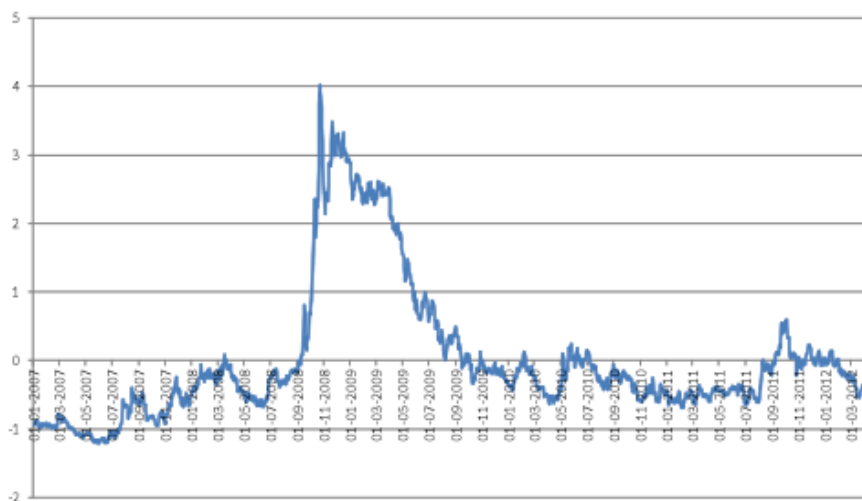
*Fuente:* Cálculos del autor, en base a datos de Bloombergs.

#### GRÁFICO 4\_FACTOR COMÚN A LOS EMBI SPREADS NACIONALES, CRISIS ASIÁTICA-RUSA Y CRISIS GLOBAL

Crisis asiático-rusa: 31 de diciembre de 1997 hasta 31 de diciembre de 2000



Crisis global: 2 de enero de 2007 hasta 14 de abril de 2012



Fuente: Cálculos del autor, basados en datos de Bloombergs.

la crisis asiática-rusa en 1998-1999 y otra a consecuencia de la crisis global de 2008-2009. Si bien la última fue la más severa, la que siguió a la crisis asiática-rusa fue casi de la misma magnitud y tuvo efectos mucho más prolongados en el tiempo. Existe evidencia que el shock luego de la crisis asiática-rusa fue de orden secuencial, mientras el que siguió a la crisis financiera reciente fue más simultáneo. Sin embargo, la crisis global fue de corta duración y aparentemente no tuvo efectos duraderos sobre el crecimiento económico, como fue el caso de la crisis asiático-rusa.

#### IV. Los servicios financieros de un fondo regional

Como ya se indicó, el fondo latinoamericano podría constituirse a partir del FLAR. Este fondo ampliado podría prestar los siguientes servicios financieros: (a) financiamiento contingente de balanza de pagos (créditos stand by), acompañados del monitoreo apropiado de políticas por parte del fondo (Ventanilla 1); (b) un Servicio Regional de Financiamiento Compensatorio para moderar los efectos de deterioros transitorios de términos del intercambio (Ventanilla 2); y (c) un Servicio Regional de Financiamiento Especial (SRFE), orientado a ayudar a los países a moderar los efectos de las fugas de capital que se producen por contagio (Ventanilla 3). Los montos máximos de giro y sus respectivos períodos de repago se consignan en el cuadro 5. Es importante anotar que el monto máximo de giro desde cualquier combinación de ventanillas vendría dado por los máximos de las Ventanillas 2 o 3 (que son los mismos).

##### A. *Financiamiento stand-by (Ventanilla 1)*

El fondo latinoamericano podría ser utilizado para desembolsos tempranos aún en situaciones convencionales de necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, algo que el FLAR ya realiza. Es probable que un fondo regional de tamaño bastante mayor que el FLAR actual deba recurrir a la condicionalidad en casos que un país requiera finan-

CUADRO 5\_VENTANILLAS DEL FONDO REGIONAL Y SUS RESPECTIVOS MÁXIMOS  
DE GIRO Y PLAZOS DE REPAGO

Ventanillas	Máximo de giro (veces cuota)	Plazo de repago (años)
Ventanilla 1	2,5	3 (1 de gracia)
Ventanilla 2	5	1 (1 de gracia)
Ventanilla 3	5	1 (1 de gracia)
Combinaciones de las tres ventanillas	5	

ciamiento para problemas que se originan en políticas macroeconómicas inadecuadas. Como se verá más adelante, en este trabajo proponemos un aumento del fondo en más de tres veces, con la participación de los dos países más grandes de la región (Brasil y México) y los medianos que no son miembros en la actualidad (Argentina y Chile).

En este ámbito, existe un *trade-off* entre un fondo pequeño, con pocos miembros, en el cual la condicionalidad no es necesaria porque el fondo funciona en base a confianzas mutuas, y uno más grande, con más capacidad para enfrentar las dificultades de un número más amplio de países, pero que sería más impersonal y tendría que actuar con reglas que satisficieran las exigencias de todos, en particular a los mayores aportantes de recursos.

Este servicio sería el único en imponer condicionalidad a los préstamos del fondo. Desde luego, ella deberá incluir sólo aquellos ajustes de política que sean atingentes al problema específico que llevó al país a solicitar el apoyo financiero del fondo. En la actualidad, el FLAR otorga este tipo de financiamiento por montos de hasta 2.5 veces la cuota de los países por un período de hasta 3 años (con un año de gracia). Para créditos de la Ventanilla 1, el fondo ampliado podría adoptar estas mismas reglas.

Pero el objetivo del fondo sería más ambicioso: dar algún grado de protección a sus miembros frente a crisis de balanza de pagos que ocurren por motivos ajenos a sus políticas. Los dos servicios que se discuten más abajo estarían orientados en esta dirección.

### *B. Servicio Regional de Financiamiento Compensatorio (Ventanilla 2)*

Para los países latinoamericanos, las fluctuaciones en los términos del intercambio siguen teniendo un enorme impacto tanto para la balanza de pagos como para el crecimiento. La razón es la escasa diversificación exportadora de la mayoría de ellos y la importancia que revisten los hidrocarburos en la canasta importadora de un elevado número de países.

Los deterioros en los términos del intercambio son casi siempre reversibles. En el largo plazo, los términos del intercambio, al ser precios relativos, deben ser estacionarios, aunque se reconoce que las series de términos del intercambio pueden tener quiebres cuando cambian sus fundamentos subyacentes de oferta o demanda. Uno de dichos fundamentos ha sido la irrupción de China en los mercados mundiales, que sin duda ha aumentado en forma permanente los precios relativos de los insumos industriales, disminuyendo permanentemente los precios de los productos manufacturados intensivos

en mano de obra no calificada<sup>9</sup>. Sin embargo, las pruebas de raíz unitaria no son siempre concluyentes, porque para rechazar la hipótesis nula de raíz unitaria (es decir, que una variable sigue un camino aleatorio, con o sin quiebres) se necesitan muchas más observaciones que las que están disponibles.

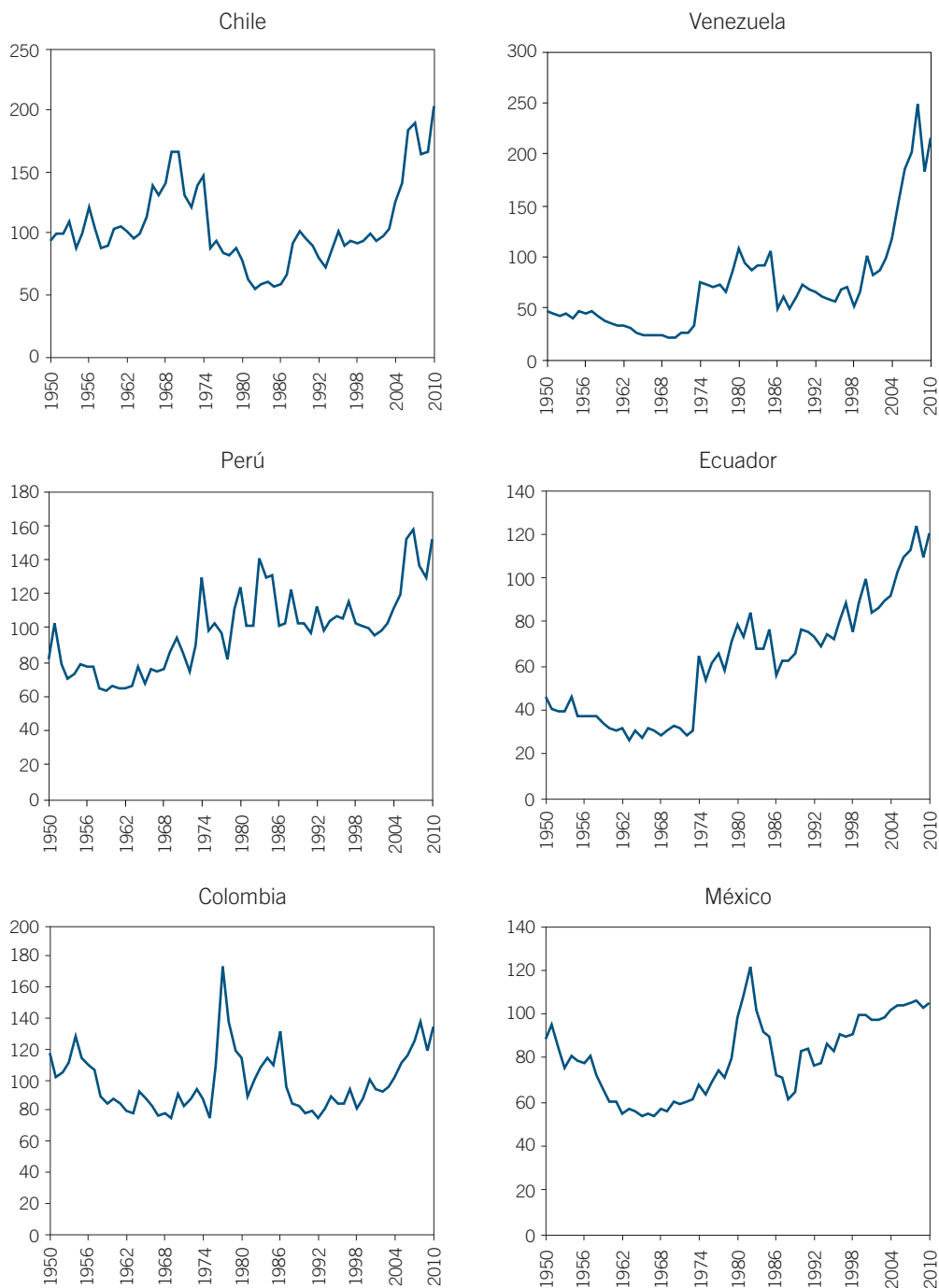
Para los términos del intercambio de los países latinoamericanos se cuenta con observaciones anuales desde 1950, las que resultan insuficientes para rechazar la hipótesis que ellos no tienen reversión a la media. Dicha característica es necesaria para que un financiamiento como el que se propone aquí pueda ser recuperado por el fondo. Si el deterioro de los términos del intercambio de un país fuese en efecto transitorio (digamos, por la incidencia de una recesión en los países importadores), el ajuste de las economías internas es más ineficiente y más costoso en términos de bienestar que el financiamiento del déficit en cuenta corriente resultante del deterioro<sup>10</sup>.

Con todo, utilizando el test de Dickey-Fuller aumentado, en cinco de los 12 países del cuadro 1 las series de términos del intercambio son estacionarias al 10 por ciento de significación (Argentina, Brasil, Colombia, Paraguay y Uruguay). Una inspección visual de las series para algunos países cuyos tests arrojaron raíz unitaria pareciera indicar que se está en presencia de quiebres estructurales, después de los cuales los términos del intercambio volverían a exhibir reversión a la media, desde entonces a un nivel más elevado. Como puede apreciarse en el gráfico 5, este es el caso de Chile, Venezuela, Ecuador, México y quizás Perú desde comienzos de la década del 2000 (por el alza de los precios del cobre y del petróleo). De hecho, un test de Quandt y Andrews para detectar cambios en la media a la que tiende una variable arroja un cambio estructural en el año 2000 en Chile, Colombia y Venezuela. Para Ecuador y México, dicho test muestra quiebres estructurales en 1974 y 1979, respectivamente, alrededor del comienzo de las exportaciones de petróleo en estos países. En resumen, se puede afirmar que, a pesar de no contar con suficientes datos, en nueve de los 12 países de América Latina cuyos datos se examinaron, los términos del intercambio parecen ser estacionarios con o sin quiebres estructurales.

<sup>9</sup> Los quiebres pueden ir en ambas direcciones. Por ejemplo, cuando el cambio tecnológico induce a la sustitución de un commodity por un insumo sintético, se puede esperar que su precio relativo baje permanentemente.

<sup>10</sup> Se debe reconocer que, en la práctica, la depreciación cambiaria y el ajuste de demanda agregada no pueden ser completamente evitados. La operatoria del mercado es tal que un país que experimente un deterioro en sus precios de exportación (o un aumento sostenido en los de importación, digamos, de petróleo) no estará inmune a estos efectos recesivos. Pero un fondo que responda oportunamente con recursos financieros puede moderarlos significativamente.

GRÁFICO 5\_PAÍSES SELECCIONADOS DE AMÉRICA LATINA: EVOLUCIÓN DE LOS TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO, 1950-2010 (2000 = 100)



Fuente: CEPAL.



Es de notar que el FMI ha abandonado su propio Servicio de Financiamiento Compensatorio, que tenía justamente el objetivo de moderar los ajustes que sin ese financiamiento se hubiesen hecho inevitables. Estas consideraciones abogan por la creación de un Servicio Regional de Financiamiento Compensatorio (SRFC), que, a diferencia del servicio del FMI, operara sin ningún tipo de condicionalidad. Los países miembros del fondo latinoamericano podrían acudir al SRFC para préstamos de un año, renovable a dos, que representarían hasta un máximo de cinco veces su cuota.

Estos múltiplos podrían considerarse elevados. Sin embargo, las fluctuaciones en los precios de los commodities se han hecho cada vez más violentas, fundamentalmente por la participación en los mercados de inversionistas financieros que apuestan a cambios en los precios a través de derivados (básicamente, opciones de compra futura), los cuales a su vez afectan a los precios spot a través de procesos muy rápidos de arbitraje inter temporal.

Si los términos del intercambio del país prestatario mejorasen antes del vencimiento del crédito, éste se comprometería a devolverlo anticipadamente. El país que acuda al fondo para financiar el impacto sobre su balanza de pagos de un deterioro de sus términos del intercambio tendría que demostrar, a satisfacción del directorio, que el deterioro ha ocurrido y que le está acarreando dificultades de balanza de pagos.

Si se desea hacer que el SRFC sea parcialmente autofinanciado, se podría requerir que los países cuyos precios de exportación aumentasen más allá de un cierto nivel depositaran un porcentaje pequeño de dicho aumento en el fondo. Ese porcentaje podría fijarse en términos de las desviaciones de los precios con respecto a su nivel de largo plazo, determinado por los especialistas del personal del fondo en consulta con los países miembros. Estos depósitos serían agregados a las cuotas de los países exportadores y serían remunerados a la misma tasa de interés que sus cuotas (véase más adelante una discusión sobre las cuotas en el fondo).

¿Es factible un servicio de esta naturaleza, en el sentido que no se estaría utilizando al mismo tiempo un porcentaje muy elevado de los fondos? Ello depende de que los shocks de términos del intercambio no estén positivamente correlacionados entre países. En un ejercicio realizado por Agosin y Heresi (2010, págs. 91 y 92), se estimaron coeficientes de correlación entre las variaciones de los términos del intercambio para 12 países latinoamericanos en el período 1960-2009, obteniéndose 66 coeficientes de correlación bilaterales. De ellos, casi la mitad (32) resultaron ser no significativamente distintos de cero. De los otros 34, en ocho la correlación fue negativa. Todas estas correlaciones negativas involu-

cran a un país exportador y a un país importador de hidrocarburos. Sólo en 26 de las 66 correlaciones bilaterales se dan correlaciones positivas y significativas. Por lo tanto, es de esperar que el SRFC funcione, en la mayoría de las circunstancias, de tal manera que no requiera de recursos netos del fondo: mientras algunos países estén solicitando fondos, otros estarían devolviendo los préstamos vigentes, o haciendo depósitos, si se adopta una regla que los países cuyos términos del intercambio mejorasen por encima de su nivel de largo plazo agregasen recursos a sus cuotas.

### *C. Servicio Regional de Financiamiento Especial (SRFE, Ventanilla 3)*

Esta fuente de financiamiento podría constituirse quizás en el objetivo central del fondo regional. Si el fondo contara con suficientes recursos, propios o rápidamente accesibles, podría jugar un papel esencial en la moderación de los ciclos económicos que provienen de shocks a los flujos de capital que ocurren por motivos ajenos a sus propias políticas.

Ya el FLAR tiene un servicio de esta naturaleza (los créditos de liquidez, con un vencimiento de un año y un máximo de 100 por ciento del capital pagado del deudor). Este servicio, además, tiene la ventaja de desembolsos rápidos, ya que sólo requieren la autorización del Presidente Ejecutivo. Sin embargo, el tamaño reducido del FLAR no le permite jugar un papel importante en moderar fenómenos de contagio, incluso para su membresía actual. Lo que se está proponiendo aquí es expandir la membresía del FLAR, dotándolo de más recursos.

Al presente, las cuotas del FLAR representan apenas un 1.8 por ciento de las reservas internacionales de sus miembros. Estas cuotas se verán aumentadas en un 40 por ciento una vez que se apruebe y entre en vigor el recientemente acordado aumento de capital<sup>11</sup>. Aún sin aumentos en las cuotas adicionales a los ya acordados, un aumento significativo de los miembros y, en particular, el ingreso de los países más grandes de la región (Brasil y México), dotarían al fondo de recursos suficientes para jugar un papel en impedir que se generen fenómenos de contagio.

Como hipótesis de trabajo, se propone que el giro máximo de los países desde la Ventanilla 3 sea cinco veces su cuota en el fondo y que su período máximo de repago sea un año, renovable a dos. Si el país prestatario recobra acceso a los mercados internacionales de capital en un período inferior al del vencimiento del préstamo, se vería obligado a reembolsarlo aún cuando éste no haya vencido.

<sup>11</sup> Aprobado en la reunión de Directorio del 5 de julio de 2012 en Cartagena de Indias.

Se podría objetar que el giro máximo desde la Ventanilla 3 es exageradamente alto. Lo cierto es que las crisis de cuenta financiera se han hecho cada vez más intensas. Y como se verá más adelante, se propone que el fondo no sólo tenga acceso a los recursos directamente aportados por los miembros sino que, además, sea capaz de acceder a financiamiento de otras fuentes, que se gatillaría justamente en circunstancias de crisis de gran magnitud.

Algunas consideraciones sobre las tasas de interés que cobraría el fondo latinoamericano son atinentes al discutir los montos que estarían disponibles. En el presente, los préstamos de liquidez del FLAR se realizan a tasas sustancialmente más elevadas que aquellas que se le cobran a los países deudores que acceden a recursos para financiar sus necesidades de balanza de pagos. Desde luego, el organismo debe al menos no incurrir en pérdidas y, dentro de lo posible, generar una utilidad que le permita financiarse a sí mismo. Esto implica que las tasas de interés que cobraría el nuevo fondo deberán ser más elevadas que aquellas con las que remunera las contribuciones de sus miembros o que debe pagar por recurrir a fondeos de terceros. Por otra parte, la manera como se plantean analíticamente aquí las tres ventanillas que tendría el fondo ampliado sugiere un cambio con respecto a las prácticas actuales del FLAR. Las Ventanillas 2 y 3 se activarían cuando los países estén experimentando problemas de balanza de pagos por motivos que escapan a su control (deterioros de sus términos del intercambio en el caso de la Ventanilla 2 y fugas de capital por contagio en el caso de la Ventanilla 3). Lo aconsejable es que las tasas de interés fuesen más bajas que las que el organismo cobra por acceso a su Ventanilla 1 (problemas de balanza de pagos que no se deben a causas exógenas al país que solicita el apoyo).

#### *D. Contribución al diálogo de políticas*

Como ya se ha anotado, una condición esencial para el éxito de cualquier proyecto de fondo latinoamericano es el desarrollo de una capacidad de monitoreo de las economías de los países miembros y un diálogo fluido con ellos en lo referente a sus políticas macroeconómicas y financieras. En particular, si el fondo eventualmente va a poder acceder a recursos adicionales de sus miembros, del FMI, o de los mercados internacionales de capital (véase sección V), es importante que su diálogo de políticas y su monitoreo periódico de las políticas nacionales sea de calidad y creíble a nivel internacional.

El monitoreo permanente de las políticas macroeconómicas y financieras de los países miembros llevaría naturalmente a que la institución se convirtiese en un foro de primera importancia en el cual se discutan esas políticas en forma periódica, contribuyendo a un

mayor conocimiento de las mejores prácticas regionales e internacionales y a la coordinación de políticas macroeconómicas y financieras a nivel regional.

La literatura de las crisis financieras nos dice que las crisis bancarias tienden a estar altamente correlacionadas con las de cuenta financiera de la balanza de pagos (véase, Kaminsky y Reinhart, 1999; y Reinhart y Rogoff, 2009)<sup>12</sup>, y que dicha relación tiende a ser bidireccional. Por lo tanto, estos ámbitos de política económica son muy apropiados para que el fondo regional ofrezca un foro en el cual puedan discutirse experiencias y consensuarse políticas comunes.

De hecho, el financiamiento que esté efectivamente disponible por parte del fondo regional sería utilizado sólo en condiciones de crisis. Si bien éste sería su principal objetivo, la discusión de políticas macroeconómicas y financieras indispensables para evitar que el fondo entre a operar con financiamiento puede ser un resultado no despreciable de la existencia del fondo.

Un campo para la coordinación de políticas a nivel regional puede ser la utilización conjunta de un abanico de opciones de políticas prudenciales hacia los flujos de capital. En los últimos años se ha reconocido (hasta en el FMI) que estas políticas pueden jugar un papel en proteger a los países emergentes tanto de entradas indeseadas como de fugas posteriores de capital (véase Ostry et al., 2011).

## **V. Recursos propios, endeudamiento y otras fuentes de financiamiento**

¿Cuál sería la cuantía de los recursos que necesita tener a mano o fácilmente accesibles un fondo latinoamericano, para que sea un complemento importante al FMI y contribuya a disuadir ataques especulativos y fugas de capital? Tres consideraciones recomiendan cautela a la hora de proponer cifras para el tamaño del fondo. En primer lugar, cualquier propuesta, para ser viable, debe ser prudente. Segundo, el fondo está concebido como un complemento al FMI y, posiblemente, un intermediario entre los países de la región y el propio FMI. Tercero, las cuotas pagadas serían complementadas por una red de acuerdos contingentes, incluyendo con el FMI, que le permitan al fondo acceder a recursos si ello resulta necesario.

<sup>12</sup> En años recientes, los vínculos entre el endeudamiento de los bancos en los mercados del dinero con las crisis financieras internas y externas han sido explicitados en la literatura sobre la crisis financiera reciente (Shin, 2010; Brunnermeier, 2009).

Supongamos que se ampliase el FLAR a 17 países de América del Sur y América Central, conservando todos los nuevos miembros pequeños (Paraguay, Nicaragua, Honduras, El Salvador y Guatemala y Panamá) la cuota que van a tener los miembros pequeños actuales del FLAR luego de haberse completado el recientemente aumento de capital (US\$328.2). Asimismo, asumamos que a los países medianos que se incorporaran (Argentina y Chile) se les asignara la cuota que tendrán los miembros medianos actuales del FLAR luego del aumento de capital (\$656.3). Por último, podríamos asumir que Brasil y México ingresan con una cuota equivalente a tres veces la cuota de los países medianos (US\$1,969 millones cada uno). Con estos montos, que no resultan excesivos, el fondo podría acumular recursos propios de US\$10,501.52 millones.

Así como las cuotas en el FMI son reservas, también lo serían las cuotas en el fondo regional. Esto podría explicitarse remunerándolas. El cuadro 6 muestra las cifras para los aportes de cada país al fondo, así como los que estarían disponibles bajo ciertas circunstancias.

Indudablemente, las cifras que se proponen aquí como aportes pagados al fondo son bastante modestas, por lo que podrían ser complementadas por préstamos de los siete

CUADRO 6\_FONDO LATINOAMERICANO: CUOTAS, APORTES CONTINGENTES Y LÍNEAS DE CRÉDITO  
(MILLONES DE US\$)

Países	Cuotas	Aportes contingentes países	Endeudamiento emisión de bonos	Línea de crédito del FMI
Argentina	656,3	1.000,00		
Bolivia	328,2	500		
Brasil	1.969,00	2.500,00		
Chile	656,3	1.000,00		
Colombia	656,3	1.000,00		
Costa Rica	328,2	500		
Ecuador	328,2	500		
El Salvador	328,2	500		
Guatemala	328,2	500		
Honduras	328,2	500		
México	1.969,00	2.500,00		
Nicaragua	328,2	500		
Panamá	328,2	500		
Paraguay	328,2	500		
Perú	656,3	1.000,00		
Uruguay	328,2	500		
Venezuela	656,3	1.000,00		
Total	10.501,50	max.15.000.0	10.000,00	30.000,00

países grandes y medianos, contingentes a ciertas situaciones de crisis previamente establecidas. Se propone que en esas circunstancias la membresía esté dispuesta a suministrar recursos adicionales al fondo, con préstamos de US\$2,5 mil millones cada uno por parte de Brasil y México; de US\$1 mil millones por parte de Argentina, Chile, Colombia, Perú y Venezuela; y US\$500 millones por parte de Bolivia, Costa Rica, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua, Panamá, Paraguay y Uruguay. Estos préstamos se harían efectivos siempre y cuando los países que los aporten no sean los que estén experimentando una crisis. Concretamente, siguiendo la métrica para medir crisis que se propone más arriba en la sección III, los países que estarían llamados a aportar préstamos adicionales al fondo serían aquellos que no estén perdiendo reservas, experimentando depreciaciones cambiarias excesivas, o estén forzados a elevar sus tasas de interés para no perder reservas. El máximo disponible proveniente de estos préstamos sería de US\$15 mil millones. Adicionalmente a sus contribuciones directas al fondo, estos préstamos contingentes serían una expresión concreta de la voluntad de los miembros de lograr un grado de uso conjunto de sus reservas internacionales. Los préstamos contingentes serían remunerados por el fondo latinoamericano a la tasa que remunera los aportes de capital de sus miembros.

Cuando se haya utilizado más de 50 por ciento de los recursos pagados del fondo, el fondo estaría facultado para solicitar a sus miembros que estén en condiciones de proporcionarlos préstamos transitorios adicionales a sus cuotas. En los términos en los que se discutió el tema en la sección III, el organismo y sus miembros podrían definir un criterio para activar los préstamos contingentes: por ejemplo, que los países llamados a aportarlos tengan como máximo uno de los tres indicadores con señal de alerta en los últimos tres meses. Estos créditos especiales serían repagados a los países acreedores a medida que la crisis que los gatilló se vaya superando. Por ejemplo, durante la crisis de 2008-2009, estos créditos podrían haberse activado por un período máximo de 6 a 9 meses.

Adicionalmente, el fondo podría endeudarse a largo plazo en los mercados internacionales por un monto de US\$10 millones de dólares con la garantía de todos sus miembros, distribuida entre ellos en proporción a su cuota. Este endeudamiento podría tomar la forma de emisiones de bonos de largo plazo. Con un capital máximo autorizado de aproximadamente US\$ 20 mil millones y la autoridad para endeudarse en US\$10 mil millones, el fondo tendría un apalancamiento de 50 por ciento.

Una alternativa a la emisión de bonos, cuyo producido tendría que mantenerse en recursos líquidos en los mercados de capitales (mientras no fuese utilizado para prestar

a la membresía), sería que el fondo tomara un préstamo contingente en los mercados de capitales, por el cual pagaría una comisión de compromiso. En esta modalidad, el crédito sería gatillado en las mismas circunstancias que le permitieran al fondo a recurrir al endeudamiento adicional con sus miembros.

Por último, el fondo podría acordar una línea de crédito preaprobada con el FMI por un máximo de US\$30 mil millones adicionales. Este blindaje, de acceso rápido y sin condiciones, podría ser crucial para proteger a los países de la región de fugas masivas de capital y, particularmente, en situaciones de crisis globales. Este crédito podría hacerse efectivo cuando el fondo haya utilizado un 80 por ciento de su capital pagado.

En resumen, el fondo tendría a su disposición unos US\$10 mil millones de capital propio, un máximo de US\$15 mil millones de préstamos adicionales por parte de sus miembros en caso de necesidad, US\$10 mil millones provenientes de la emisión de bonos (o alternativas equivalentes) y una línea de crédito por parte del FMI, que aquí valoramos tentativamente en unos US\$30 mil millones. Asimismo, un fondo de buen tamaño y que gozara de buena reputación también podría recurrir a préstamos de liquidez vía swaps con bancos centrales extra regionales (por ejemplo, el Federal Reserve, el Banco Central Europeo, el Banco de Japón y el Banco Popular Chino). El fondo regional podría resultar un mejor interlocutor en estos casos que un conjunto de países medianos y pequeños.

El cuadro 7 muestra el máximo de recursos que cada país podría girar de las Ventanillas 1 y 2 o 3, respectivamente<sup>13</sup>; también contiene estimaciones para el impacto de las crisis financieras de 1998-1999 y 2008-2009 (en términos de disminuciones en las entradas netas de capitales) y cifras hipotéticas para el efecto de una caída de 20% en el precio de los commodities exportados por cada país. Como puede apreciarse, con la excepción de los países más grandes, el financiamiento disponible por parte del fondo hubiese sido un alivio significativo para enfrentar las reversiones de los flujos de capital en estas dos crisis y para hacer frente a un deterioro marcado de los términos del intercambio.

Sin embargo, el tamaño del capital pagado del fondo a todas luces resultaría insuficiente para atender las necesidades de los países medianos en casos de crisis como las que ya se han experimentado en años recientes. Este tipo de crisis requerirían que el fondo

<sup>13</sup> Dada su gran magnitud, se podría hacer una excepción con Brasil y México, países para los cuales la disponibilidad de recursos provenientes del fondo podrían sujetarse a los máximos de giro para los países de tamaño intermedio.

recurriera a préstamos contingentes de su membresía y al uso de recursos provenientes de los mercados de capitales y del FMI. En estos casos, se haría indispensable que las condiciones de acceso que planteamos más arriba fuesen relajadas.

CUADRO 7\_ CAPACIDAD DE GIRO, CAMBIOS EN ENTRADAS DE CAPITAL Y CAÍDA HIPOTÉTICA DE 20% EN EL PRECIO DE LOS COMMODITIES (12 PAÍSES)  
(MILES DE MILLONES DE US\$ A PRECIOS DE 2010)

Giro máximo	Giro máximo	Cambios entradas de capital		Caída 20% precio	
	Ventanilla 1	Ventanillas 2 y 3	2008-2009	1998-1999	commodities <sup>e</sup>
Argentina	1,6	3,3	-17,2	-30,4	-9,2
Bolivia	0,8	1,6	-0,2	-0.7 <sup>b</sup>	-1,3
Brasil	1,6	3,3	-57,1	-43.3 <sup>c</sup>	-25,8
Chile	1,6	3,3	-8	-12,2	-12,1
Colombia	1,6	3,3	-1,1	-8.1 <sup>d</sup>	-6,2
Costa Rica	0,8	1,6	-1,7	-0,3	-0,7
Ecuador	0,8	1,6	-1,1	-3,3	-3,2
México	1,6	3,3	--	-11,3	-15,1
Paraguay	0,8	1,6	-0,2	-0,3	-0,8
Perú	1,6	3,3	-5,7	-6	-6,2
Uruguay	0,8	1,6	-1,2	-0,8	-1
Venezuela	1,6	3,3	-1,1	-1,7	-12,2

<sup>a</sup> Cambios en la cuenta financiera excluyendo reservas e inversión directa (véase cuadro 4).

<sup>b</sup> 1999-2000.

<sup>c</sup> 1997-1999.

<sup>d</sup> 1997-1999.

<sup>e</sup> En base a las exportaciones totales de bienes primarios de cada país en 2010. En contraste con las estimaciones de cambios en las entradas netas de capital, estas estimaciones son hipotéticas y no observadas.

*Fuente:* Cálculos del autor, en base a Fondo Monetario Internacional, Estadísticas Financieras internacionales; y CEPAL, Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2011.

## VI. Conclusiones

Recapitulando, un fondo regional podría ser de gran utilidad en completar la arquitectura financiera internacional, y en particular en lo que se refiere a países como los latinoamericanos, que están muy expuestos a shocks externos transitorios, tales como fugas súbitas de capital por motivos ajenos a sus propias políticas o caídas transitorias en los precios de sus exportaciones principales. El fondo podría tener varias funciones, entre ellas:

1. Aportar financiamiento para contrarrestar deterioros en los términos del intercambio a través de un Servicio Regional de Financiamiento Compensatorio (Ventanilla 2);



2. Establecer un sistema efectivo y permanente de monitoreo de las políticas que puedan afectar la balanza de pagos de los miembros, tanto macroeconómicas como financieras;
3. Alrededor de este sistema, es dable esperar que se impulse un mecanismo de diálogo y armonización de políticas económicas;
4. Proveer créditos de balanza de pagos convencionales, en un marco de diálogo con los gobiernos (Ventanilla 1);
5. Activar un Servicio Regional de Financiamiento Especial (Ventanilla 3) para evitar que las crisis financieras se propaguen desde economías extra regionales o desde una economía de la región a las demás; y
6. En este último papel, endeudarse a largo plazo en los mercados internacionales con la garantía conjunta de sus miembros y propiciar un tejido de créditos contingentes y acuerdos de swaps con su propia membresía, el Fondo Monetario Internacional y bancos centrales de países sistémicamente importantes para aumentar su capacidad para hacer frente a crisis financieras globales.

Calculamos que un fondo con un capital pagado de US\$10 mil millones y que incluyera a los 17 países de América del Sur y Central podría proveer un importante grado de protección para los países pequeños y medianos. Como formas adicionales de financiamiento a su capital pagado, consideramos que el fondo debería tener acceso a préstamos transitorios de sus miembros de hasta US\$15 mil millones adicionales, emisiones de bonos propios o, alternativamente, una línea de crédito contingente, por de US\$10 mil millones y una línea de crédito con el FMI por otros US\$30 mil millones. Estos recursos estarían disponibles en circunstancias de crisis claramente especificadas.

La mera existencia de un fondo regional con características de este tipo (incluyendo una red de acuerdos para compartir reservas y de financiamiento adicional como el que sugiere más arriba) podría ser bastante efectivo en disuadir fugas de capital y ataques especulativos contra las monedas de los países miembros. Por lo tanto, sus beneficios no serían sólo el financiamiento que podría proveer. Asimismo, un beneficio clave sería el incentivo que proporcionaría a la coordinación de políticas macroeconómicas entre los países de la región.

La factibilidad de un fondo regional va a depender de la disposición de los países grandes de la región de adherir a él, particularmente Brasil y México. Desde luego, el fondo

en sí sería insuficiente para las necesidades de estos países en caso de crisis financieras de gran magnitud. Sin embargo, si existiera un vínculo financiero pre-establecido entre el fondo regional y el FMI como el que sugiere aquí, el fondo regional podría jugar un importante papel en brindar acceso rápido a recursos financieros y en blindar incluso a estos países de tamaño mucho más grande de las crisis financieras que se generan en los mercados internacionales.

El interés que dichos países puedan tener en un fondo regional va más allá del financiamiento que puedan obtener de él. El liderazgo regional de ambos y su interés en promover el comercio con los demás países de la región deberían ser acicates para ingresar al fondo. Brasil ya es la potencia económica más importante de América Latina y México le sigue de cerca. Para ambos países, el mercado regional se ve cada vez más atractivo para sus empresas productoras de manufacturas y de servicios. Un fondo regional que ayude a estabilizar a las demás economías regionales puede ser de bastante interés para ambos países.

## REFERENCIAS

- Agosin, M., y Heresi, R.** 2011. Hacia un fondo monetario latinoamericano. Papers and Proceedings de la Conferencia Internacional del FLAR, agosto de 2010, Cartagena de Indias. Bogotá.
- Agosin, M. y Huaita, F.** 2011. Capital flows to emerging economies: Minsky in the tropics. Cambridge Journal of Economics 35: 663-683.
- Agosin, M. R., y Huaita, F.** 2012. Overreaction in capital flows to emerging markets: booms and sudden stops. Journal of International Money and Finance, doi:10.1016/j.jimonfin.2011.12.015.
- Baig, T., y Godfajn, I.** 2000. The Russian default and the contagion to Brazil. IMF Working Paper WP/00/160. Washington, D.C.
- Brunnermeier, M. K.** 2009. Deciphering the liquidity and credit Crunch 2007-2008. Journal of Economic Perspectives 23 (1): 77-100.
- Calvo, G., Izquierdo, A., y Mejía, L. F.** 2008. Systemic sudden stops: the relevance of balance-sheet effects and financial integration. Working Paper National 14026. Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. Mayo.
- Henning, C. R.** 2009. The future of the Chiang Mai Initiative: an Asian Monetary Fund? Peterson Institute of International Economics. Policy Brief. Washington, D.C. Febrero.

- Kaminsky, G., y Reinhart, C.** 1999. The twin crises: the causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review* 89 (3): 473-500.
- Krugman, P.** The international finance multiplier. Borrador. Octubre 2008. <http://www.princeton.edu/~pkrugman/finmult.pdf>.
- Levy-Yeyati, E., y Sturzenegger, F.** 2005. Classifying exchange rate regimes: deeds vs. words. *European Economic Review* 49:1603 - 1635.
- Ocampo, J. A., y Titelman, D.** 2012. Regional monetary cooperation in Latin America. Borrador. Columbia University, School of International and Public Affairs.
- Ostry, J. et al. 2011.** "Managing capital inflows: what tools to use?". IMF Staff Discussion Note. Washington, D.C. Abril.
- Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S.** 2009. *This Time is Different*. Princeton University Press. Princeton, N. J.
- Reinhart, C. M., y Rogoff, K. S.** 2011. From financial crash to debt crisis. *American Economic Review* 101: 1676-1701.
- Shin, H. S.** 2010. Macroprudential policies beyond Basel III. International Centre for Financial Regulation. Londres.

# Fondo Latinoamericano de Reservas: diagnóstico y recomendaciones

*POR* EDUARDO LEVY YEYATI\*

## I. Introducción

Una de las consecuencias del empeoramiento de la crisis global iniciada en 2008, continuada en la reciente reversión de los flujos de capitales a la región, fue la reaparición del debate sobre Redes de Asistencia Financiera Internacional (RAFI). Desde la perspectiva de las economías emergentes, las RAFIs existentes, que en la práctica se limitan a las recientes facilidades del FMI y a la provisión selectiva de liquidez de unos pocos bancos centrales (la Reserva Federal, el Banco de Japón y el Banco de China), presentan importantes deficiencias a pesar de las mejoras propiciadas durante la crisis.

La coordinación multilateral, centrada mayormente alrededor del FMI, probó que era capaz de responder a los shocks globales sólo de manera tardía-como un cinturón de seguridad que salva la vida de los pasajeros pero no evita la colisión (Fernández Arias y Levy Yeyati, 2012). Además, la recapitalización del FMI y el rediseño de su menú de productos, si bien fue un cambio en el sentido correcto, no satisfizo las demandas del mundo emergente: sólo unos pocos países de los ya pocos elegibles hicieron uso de las nuevas facilidades, y su efectividad preventiva como red de protección financiera permanece en duda -de ahí, los continuos esfuerzos del FMI para promover nuevas alternativas. Por último, la revisión de 2010 de las facilidades del FMI con un menú más completo y específicamente diseñado para afrontar crisis financieras globales aún presenta déficit no menor y enfrenta una delicada discusión en la Junta del organismo.

Por todo esto, el debate sobre la creación de RAFIs se ha ido desplazando hacia el ámbito regional, con la revisión y profundización de la Iniciativa Chiang Mai (CMI) en Asia, la creación del Fondo Europeo de Estabilización Financiera (EFSF) y los planes de

\* El autor es profesor de economía en la Universidad Torcuato di Tella y la Universidad de Buenos Aires, Senior Fellow de Brookings Institution y Director de Elypsis Partners. El presente trabajo se benefició de los valiosos comentarios de Eduardo Fernández Arias, Luciano Cohan y Carlos Giraldo, de dos comentaristas anónimos, y de los participantes del Seminario Financial Regionalism and Macroeconomic Stability, organizado por el Fondo Latinoamericano de Reservas los días 6 y 7 de julio en Cartagena, así como de excelente asistencia de investigación de Ignacio Caro Solís.

constitución de oficinas de evaluación que independicen la operación de estas entidades del monitoreo del FMI. Esta tendencia también está presente en América Latina, con los planes de expansión del FLAR para incluir a Argentina y Brasil como miembros plenos, y de recapitalización para incrementar su poder de asistencia en momentos de estrechez financiera.

En este contexto, el FLAR está desarrollando una agenda estratégica que incorpora el debate sobre el nivel y estructura de capital y el sistema de votación adecuados para el caso de un FLAR ampliado, la revisión de las líneas de crédito actualmente ofrecidas, la agilización del trámite de otorgamiento de créditos, la extensión de nuevos servicios del FLAR, mecanismos para contabilizar el capital pagado del FLAR como parte de las reservas internacionales a fin de reducir el costo de la membresía, y la articulación del FLAR en una red de seguridad global y regional, comprendiendo las relaciones técnicas y financieras con otros organismos multilaterales de crédito.

En línea con esta agenda de trabajo, el presente estudio tiene como objetivo estudiar los beneficios y el alcance de una estructura de reservas segregadas y riesgo solidario como la del FLAR, sobre el costo de fondeo de sus miembros. ¿Es posible que a los países miembros les resulte menos costoso acumular reservas o contratar líneas de crédito en forma cooperativa a través del FLAR en vez de en forma individual? ¿Hasta qué punto este beneficio se materializa a expensas del costo financiero individual? ¿Qué mecanismos existen para mitigar el efecto de dilución por seniority asociado a este tipo de instituciones multilaterales?

A tal fin, el trabajo discute las posibilidades del FLAR en una estructura no puramente cooperativa (esto es, asimétrica) como las del CMI o el ESFS, en la que países con mejor acceso al capital en tiempos de crisis (emisores de activos de reserva, o emisores de última instancia: EUI) subsidian el esquema con niveles de apalancamiento máximo menores a 1 (es decir, países “donantes” que mantienen siempre un aporte neto positivo). ¿Podría un país grande como Brasil jugar el papel de Japón o China en Asia o de Alemania en Europa, en base a un acuerdo bilateral de liquidez con la FED o un acuerdo multilateral de liquidez que incluyera al FMI como intermediario?

Vinculado al tema anterior, el trabajo aborda la gestión del riesgo crediticio cuando hay economías de gran tamaño que operarían como “donantes”. ¿Qué se ha avanzado o aprendido en este sentido dentro de la CMI con la participación de países como China y Japón? ¿Qué lecciones entrega la crisis europea sobre las condiciones para un subsidio cruzado?

Toda iniciativa para alinear los intereses de la región en presencia de un riesgo externo es bienvenida, y el FLAR está en una posición privilegiada para liderar una agenda que profundice la integración financiera, comercial y política. El presente trabajo contribuye a pensar qué le falta al FLAR en su forma actual para orientarse hacia este objetivo, y cómo comenzar a transitar este camino en el corto plazo.

## II. Redes de seguridad financiera: Estado del debate

A los fines de definir lo que se entiende por Red de Asistencia Financiera Internacional (RAFI) es útil enfatizar dos distinciones. La primera tiene que ver con la naturaleza de la crisis para la cual está diseñado: se espera que una RAFI permita enfrentar un encarecimiento o reducción del acceso al crédito debido a una interrupción temporaria en el mercado global de capitales, por oposición a un deterioro de la capacidad de pago del país afectado. En otras palabras, un shock externo y exógeno (sistémico) por oposición a uno doméstico relacionado con políticas locales (idiosincrático).

La segunda distinción remite al problema de riesgo moral que plaga el debate de asistencia financiera. Un esquema de seguro convencional involucra *transferencias permanentes* de fondos (del asegurado al asegurador a través del pago de una prima en períodos “buenos”; del asegurador al asegurado mediante el pago del seguro -menos la prima- en períodos “malos”)<sup>1</sup>.

En cambio, el mecanismo de “seguro de liquidez” implícito afín a la definición de RAFIs en este trabajo corresponde a una *transferencia transitoria* (un préstamo) en períodos malos que, en ausencia de riesgo de crédito (esto es, abstrayéndonos de los casos de incapacidad o falta de disposición de pago), se devuelve en períodos buenos sin ganancia para ninguna de las partes<sup>2</sup>. Una implicación crucial del punto anterior es la ausencia de riesgo moral del estilo tradicional (en la forma de un relajamiento de las políticas de control del país receptor de la asistencia). Más en general: en la medida en que el riesgo de crédito sea limitado por las condiciones de elegibilidad, el riesgo moral debería ser menor.

<sup>1</sup> Ejemplos incluyen desde esquemas de seguro contra catástrofes naturales como el CCRIF del Banco Mundial hasta mecanismos de cobertura de riesgo mediante derivados financieros o el uso de bonos CAT por países (como recientemente lo hizo México para cubrir el riesgo de terremotos o del precio del petróleo).

<sup>2</sup> RAFIs incluyen una amplia variedad de mecanismos existentes y posibles, como los esquemas de swaps bilateral entre bancos centrales, *pools* de reservas, y diversas facilidades ensayadas por el FMI con este propósito (CCL, RAL, SLF, FCL, PCL).

Gran parte de los países de la región han acumulado durante la última década un stock considerable de activos externos. Más allá de las motivaciones de esta acumulación (que muchas veces está asociado a objetivos de política cambiaria), lo cierto es que la misma refleja en parte el deseo de autoprotegerse frente a situaciones de stress financiero, reduciendo la volatilidad cambiaria en momentos en que ésta última no sólo tiene efectos nocivos para la actividad económica sino que se retroalimenta en el pánico que ocasionado por una depreciación acelerada.

Ahora bien ¿Por qué esto no es suficiente? ¿Por qué sería necesaria una entidad adicional y en qué medida esto implica una mejora en relación a la situación actual? Los promotores de la superioridad de una RAFI usualmente apuntan a dos factores: Por un lado, **su menor costo**: muchas economías emergentes deben pagar una prima (relacionada con el spread soberano) para acarrear las reservas<sup>3</sup>; Por otro, **sus beneficios de diversificación**: para un dado nivel de cobertura, la tenencia centralizada a través de una RAFI o un pool de reservas requeriría un stock de activos menor, en la medida en que no todos los participantes del esquema necesitaran hacer uso del mismo simultáneamente<sup>4</sup>.

#### *A. El costo de las reservas*

Sobre el tema del costo de atesorar reservas internacionales, la literatura económica suele asumir, en primera aproximación, que la compra de reservas se realiza mediante la emisión de deuda en moneda extranjera, y estima el costo unitario como la diferencia entre el rendimiento de la deuda y el de las reservas, equivalente al riesgo soberano más una prime temporal (asumiendo que las reservas se acumulan en papeles de tenor más corto que la deuda emitida para su compra).

Sin embargo, en la práctica, el costo de las reservas puede ser bastante menor. Primero, los países suelen acumular reservas en períodos de ingreso de capitales, cuando

<sup>3</sup> Si bien los activos de reserva deben ser líquidos pero no necesariamente cortos, los bancos centrales tienden a preferir activos cortos para limitar el riesgo de variaciones en el precio de mercado y evitar tener que explicar pérdidas transitorias en el valor de estos activos. Esto adiciona a la prima de crédito una prima temporal que refleja la diferencia entre la duración promedio de la deuda pública y la duración promedio de las reservas.

<sup>4</sup> A estos dos argumentos técnicos suele sumársele uno “psicológico”: si bien la tenencia de reservas suele disuadir una corrida, la caída de reservas (esto es, su uso en un evento de corrida) suele alimentarla, lo que reduce sustancialmente su efectividad ex post. Un préstamo externo, en cambio, suele ser visto como una ganancia de reservas, con efectos positivos. Si bien no hay estudios rigurosos de esta hipótesis, el efecto neto de las reservas probablemente siga siendo positivo, siendo sólo el *timing* el que se modificaría. Así, un país con muchas reservas sufriría menos corridas, pero condicional a sufrir la corrida, tendría menos defensa que uno con acceso a un préstamo externo.

la prima soberana suele ser menor, con lo que el spread promedio sobreestimaría el verdadero costo. Segundo, las reservas reducen la prima soberana, por lo que este efecto marginal (sobre el total de la deuda pública) debería sustraerse del costo de las reservas (Levy Yeyati, 2008).

Finalmente, salvo en el caso de los fondos soberanos, la compra de reservas suele hacerla el banco central mediante la emisión de deuda en moneda local (compras esterilizadas) lo que hace que el costo de la operación sea la suma del diferencial de tasas (peso-dólar) más las pérdidas por valuación en caso de depreciación del peso.

De nuevo, la secuencia de la intervención es crucial: si la intervención esterilizada suele ser acompañada por tasas de interés en moneda local modestas (debido al arbitraje de tasas en el marco de expectativas a la apreciación que la intervención demora) y se realiza cuando la moneda tiene tendencia cíclica (esto es, transitoria) a apreciarse, entonces tanto el diferencial como las pérdidas por valuación serán limitadas, o incluso podría obtenerse una pequeña ganancia<sup>5</sup>. El **Apéndice I** ilustra el cómputo del costo de estas intervenciones esterilizadas, y la dispersión de los mismos entre países.

Si el costo de la acumulación de reservas es debatible (y, en todo caso, se ha reducido sustancialmente para la mayoría de las economías emergentes en los últimos años) el argumento de la diferenciación es crucial para evaluar el dilema entre autoseguro y creación de una entidad centralizada, ya sea como pool de recursos o prestamista de última instancia. A este punto nos volcamos seguidamente.

#### *B. Pool de reservas, diversificación y el problema de las monedas de reserva*

Como dijimos, el argumento central detrás de las iniciativas de pool de reservas centralizado apunta a su capacidad de reducir, gracias a los beneficios de diversificación, el tamaño necesario del (presuntamente costoso) stock de activos internacionales líquidos disponibles en caso de una salida de capitales. Estos beneficios, trivialmente ciertos en teoría, pueden ser bastante limitados en la práctica en el caso de un evento sistémico -limitación que puede ser aun más poderosa para un pool regional.

La alta correlación de los shocks durante los episodios sistémicos para los cuáles la RAFI ha sido diseñada (más precisamente, el hecho de que la mayoría si no todos sus

<sup>5</sup> Una rápida mirada a lo ocurrido en el período 2005-2010 ilustra la dispersión entre costos y ganancias de la intervención en el mundo emergente (Levy Yeyati, 2010).



miembros probablemente pidan prestado del pool al mismo tiempo) tiende a erosionar las ventajas de diversificación. Como mostramos más adelante, la sincronicidad de los movimientos de tipo de cambio y prima de crédito (las dos proxies más cercanas de la necesidad de liquidez de moneda extranjera) durante el período posterior al colapso de Lehman Brothers ilustra este riesgo de correlación.

De hecho, el menú de monedas (de denominación de activos) de reserva en momentos de crisis global suele ser bastante reducido: dólares y yenes (títulos del Tesoro de los EE.UU. y de Japón, respectivamente) y poco más<sup>6</sup>. Podría incluirse en este selecto club a China, que si bien no emite títulos en moneda convertible, cuenta con un stock de liquidez internacional que le permite respaldar operaciones de asistencia como las que realizó en 2009 con bancos de economías emergentes.

En todo caso, un pool de reservas que no cuente en su seno con alguno de estos “emisores de última instancia” (es decir, emisores soberanos cuyos papeles enfrentan una demanda sostenida en períodos de stress y por lo tanto pueden recolectar y redistribuir la liquidez que fuga hacia la calidad) reduciría sólo muy parcialmente la necesidad de reservas en los momentos de crisis sistémica, diferenciándose poco de la situación de autoseguro prevaleciente.

En el extremo, una RAFI sólo introduciría una diferencia material en la medida en que emulara la naturaleza del prestamista de última instancia: contar con la posibilidad de creación de liquidez a pedido sin necesidad de atesorar un colchón de liquidez en períodos tranquilos. En última instancia, en caso de crisis global, solo los emisores de última instancia están en condiciones de cumplir el rol de prestamistas de última instancia, reteniendo el riesgo sin tener que pagar el costo de acarreo de la liquidez.

En el caso de pools regionales, esto se traduce en un requerimiento preciso: contar con uno de estos emisores en la región (como en el caso del pool asiático y, en medida más discutible, el de la euro zona), o con facilidades de emisión de la que no gozan los países intervinientes (incluyendo, pero no exclusivamente, arreglos de emisión con alguno de los emisores de última instancia). ¿En qué medida el FLAR, que no cuenta con emisores locales, puede facilitar el acceso a fondos en momentos de iliquidez? Sobre esto se discute en la siguiente sección.

<sup>6</sup> El caso de Europa es menos claro: si bien Alemania goza de status de emisor de reserva, no lo hacen sus socios, y la moneda tiende a depreciarse durante una crisis, al punto de que la región es tomadora de asistencia de liquidez a través de swaps con la Reserva Federal (en 2009 y, más recientemente, en 2011).

### C. Variedades de redes financieras regionales

En la práctica, los PUI suelen ubicarse entre alguna de las siguientes dos formas (i) Una institución financiera que centraliza el fondeo, tanto de los países miembros como del mercado de capitales, como la evaluación y asignación del crédito o (ii) Un conjunto de arreglos bilaterales entre los países miembros, especializados a cada caso, como es el caso de los esquemas de swaps de bancos centrales desarrollados.

En el primer caso (el FMI entra en esta categoría) las asimetrías entre países “donantes” y “receptores” se mitigan con un proceso de selección y seguimiento (respectivamente, condicionalidad *ex ante* y *ex post*) inhibiendo el carácter automático de este tipo de facilidades.

En el segundo, es el país donante el que elige sus socios (condicionalidad *ex ante* implícita y muchas veces contingente, como en el caso de la extensión de swaps a países en desarrollo tras el colapso de Lehman Brothers), con baja capacidad de seguimiento y condicionamiento *ex post*. Por esto, estos esquemas abundan en economías de muy bajo riesgo de crédito, por montos limitados y períodos cortos.

Esta tensión entre automaticidad y condiciones de elegibilidad es la que ha determinado los avances (o falta de ellos) en la discusión de las RAFIs.

Curiosamente, los dos casos paradigmáticos en el mundo en desarrollo, el FLAR y el CMI, no encajan exactamente en ninguno de estos dos modelos (Cuadro 1). El FLAR es un pool de reservas al que los países pueden pedir prestado de manera proporcional a lo aportado, con condicionalidades mínimas (quizás por las consideraciones políticas que pueden inhibir la evaluación entre vecinos) y bajos niveles de apalancamientos, que evitan comprometer la solvencia o el rating de crédito.

Por su parte, el CMI se organizó inicialmente como una red de arreglos bilaterales asimétricos, en los que cada país prestamista absorbe el riesgo de crédito de su contraparte. El pasaje de un limitado sistema de arreglos bilaterales (o un limitado pool de reservas) a uno que contiene y protege a los países donantes de modo de generar transferencias anticíclicas es el obstáculo fundamental de los arreglos regionales en Asia (o, como veremos, las RAFIs en cualquiera de sus formas).

Estas diferencias se vinculan directamente con dos temas críticos en el diseño de una RAF regional. El primero remite a la (necesaria) asimetría de países en relación al FLAR,

donde economías de gran tamaño que no serían receptores directos de asistencia financiera (solo serían en menor medida). El segundo tema se relaciona con la constitución de un esquema de “garantías” y de manejo del riesgo de crédito asumido por la economía “donante”, lo que nos devuelve al debate del riesgo moral, la condicionalidad ex ante y la elegibilidad para el préstamo esbozado en la sección anterior.

#### *D. El ejemplo asiático. Del CMI al FMA vía el AMRO*

De la discusión anterior surgen dos consideraciones de peso en el diseño de una red de asistencia financiera regional. La primera se relaciona a los reaseguros que tienden a requerir los países “donantes” en este marco asimétrico; por ejemplo, la participación del

CUADRO 1 CAPITALIZACIÓN Y OPERACIÓN FLAR VS. CMI

País	Contribución	Multiplificador	Borrowing Quota	PBI	Cuota, % of GDP	IMF Delinked Quota	Quota, % of GDP
<b>CMI</b>							
Brunei	0,03	5,0	0,15	1,66	9,03	0,03	1,81
Cambodia	0,12	5,0	0,60	13,16	4,56	0,12	0,91
China - Mainland	34,20	0,5	17,10	6.988,47	0,24	3,42	0,05
China - Hong Kong	4,20	2,5	10,50	246,94	4,25	2,10	0,85
Indonesia	4,55	2,5	11,38	834,34	1,36	2,28	0,27
Japan	38,40	0,5	19,20	5.855,38	0,33	3,84	0,07
Korea	19,20	1,0	19,20	1.163,85	1,65	3,84	0,33
Lao PDR	0,03	5,0	0,15	7,89	1,90	0,03	0,38
Malaysia	4,55	2,5	11,38	247,57	4,60	2,28	0,92
Myanmar	0,06	5,0	0,30	50,20	0,60	0,06	0,12
Philippines	4,55	2,5	11,38	216,10	5,27	2,28	1,05
Singapore	4,55	2,5	11,38	266,50	4,27	2,28	0,85
Thailand	4,55	2,5	11,38	339,40	3,35	2,28	0,67
Vietnam	1,00	5,0	5,00	121,61	4,11	1,00	0,82
Total contribuciones:	120	Total préstamos:	129,1	Promedio	3,25	Promedio	0,65
<b>FLAR</b>							
Bolivia	0,2	2,6	0,51	23,875	2,13		
Colombia	0,39	2,5	0,98	321,46	0,30		
Costa Rica	0,2	2,5	0,49	40,024	1,22		
Ecuador	0,2	2,6	0,51	65,308	0,78		
Peru	0,39	2,5	0,98	168,459	0,58		
Uruguay	0,13	2,5	0,33	49,423	0,67		
Venezuela	0,39	2,5	0,98	309,837	0,86		
Total Contribuciones:	1,89	Total préstamos:	4,77	Promedio	0,86		
Ratio Borrowing to Contributions							
CMI	1,08						
FLAR	2,52						

Fuente: FLAR, CMIM, Banco Mundial.

FMI como evaluador en la CMI. La segunda, íntimamente ligada, apunta a la necesidad de un proveedor neto de liquidez en momentos de crisis, ya sea interno (uno o más EUI suficientemente grandes para enfrentar la demanda sincrónica del resto) o externo (mediante un acuerdo con un EUI internacional, ya sea directo o indirecto a través de un organismo financiero con acceso a liquidez de emergencia como el FMI)<sup>7</sup>.

El primer punto parecería ser hoy una traba en el debate sobre RAFIs y pools regionales ¿Quién decide las condiciones de acceso de un país receptor? La inoperancia del CMI ilustra el dilema: en ausencia de alternativas externas, los países grandes recalaron en preaprobaciones del FMI como requisito para las transferencias, induciendo, en virtud del estigma político del organismo en la región, a subutilizar el CMI aún en lo más álgido de la crisis.

A raíz de esta frustrante experiencia, en 2009 se retomaron los planes de creación de un símil regional del FMI, el Fondo Monetario Asiático (FMA), comenzando por el lanzamiento de una oficina de investigación encargada de elaborar criterios de elegibilidad y supervisión, enfrentando un tema con delicados contornos políticos en una región unida por el comercio y distanciada por la historia. ¿Con qué criterio evaluarán China y Japón la extensión de asistencia financiera? Con la salvedad de la presencia de más delicados problemas de solvencia, problemas similares ponen límites a la operación del EFSF en la eurozona.

La CMI fue, en su nacimiento, el primer paso de la iniciativa regionalista de la creación del FMA. Sus promotores invocaron la independencia del FMI y la necesidad de que el grupo ASEAN +3 promoviera la integración de Asia del Este sin interferencia de los EEUU o el FMI.

Por esto, el CMI nunca llegó a constituirse como un pool de reservas, limitándose a enlazar una serie de arreglos bilaterales de pases de reservas (*currency swaps*) entre bancos centrales de los países miembros del grupo, sujeto la condición de que sólo el 10% (20% desde 2005) de la línea acordada se desembolsaría sin una negociación en marcha con el FMI por un programa Stand By<sup>8</sup>.

¿Qué es lo que ha inhibido el progreso del plan original? Por un lado, las dificultades ya mencionadas para monitorear el riesgo crediticio y reducir el problema de riesgo moral

<sup>7</sup> En este sentido, la asistencia de liquidez del FMI durante una crisis global no hace más que canalizar la liquidez generada por estos emisores de última instancia, que utilizan al organismo de intermediario para evaluar y seleccionar receptores y limitar el riesgo crediticio gracias a la condición implícita de acreedor privilegiado del FMI.

<sup>8</sup> Es interesante remarcar que la CMI no requiere que la negociación llegue a buen puerto; aun así, ningún país miembro se acercó al FMI con el objeto de destrabar el acceso a la CMI.

de manera operativa, esto es, con el poder de exigir condiciones, negar acceso a países vecinos o determinar cuándo una crisis es externa o doméstica, en un marco en donde las consideraciones económicas se confunden con visiones políticas. Curiosamente, el punto de discordia en la discusión de las nuevas facilidades del FMI.

Por otro lado, existen aspectos más idiosincráticos de la región. La naturaleza asimétrica típica (y, como argumentamos más arriba, inherente) a un pool de reservas tiene su correlato político. En Asia, Japón y China son los “donantes” y por esto los candidatos a incidir en los procedimientos del nuevo organismo regional, en un proceso en el cual diferencias en las posiciones económicas de estos dos rivales estratégicos (por ejemplo, la discusión con los EEUU sobre intervención cambiaria) o los temores por la hegemonía regional (la creciente influencia económica china) pueden justificar la permanencia del FMI como elemento de contrapeso. De hecho, es posible que el proyecto asiático sufra bajo el peso de tener no uno sino dos países ancla (es decir, uno más que lo necesario)<sup>9</sup>.

Dicho esto, como reflejo de la falta de estructura del CMI, en abril de 2011 se lanzó la propuesta de creación de Oficina de Investigación Macroeconómica Asiática (AMRO), domiciliada en Singapur y encabezada por China y Japón, con el fin de analizar y monitorear la región y elaborar programas de alerta temprana de crisis en tiempos normales, como puntapié inicial para diseñar criterios de acceso a la versión multilateral de la CMI (CMIM) en épocas de crisis. A diferencia del FMA original, el AMRO aspira a servir al CMIM complementando pero no suplantando al FMI en sus funciones estándar de monitoreo.

### III. FLAR: Hechos estilizados

El Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR) es una organización financiera internacional (integrada por Bolivia, Colombia, Costa Rica, Ecuador, Perú, Uruguay y Venezuela; Figura 1) con tres objetivos principales: (i) acudir en apoyo de las balanzas de pagos de los países miembros otorgando créditos o garantizando préstamos de terceros<sup>10</sup>; (ii) mejorar las condiciones de inversión de las reservas internacionales efectuadas por los países miembros, y (iii) contribuir a la armonización de las políticas cambiarias, monetarias y financieras de los países miembros.

<sup>9</sup> Además, está por verse la factibilidad de una entidad regional independiente como el FMA en el contexto de las prácticas políticas asiáticas.

<sup>10</sup> Estos instrumentos van desde créditos de liquidez por 6 meses a un año hasta créditos de apoyo por hasta 3 años con uno de gracia y un mínimo de condicionalidad, incluyendo créditos contingentes ante presiones especulativas y créditos de asistencia en reestructuración de deudas soberanas.

FIGURA 1\_COMPOSICIÓN ACCIONARIA DE ORGANISMOS REGIONALES  
(% DEL TOTAL)

	<b>FLAR al 31/12/10</b>	<b>CAF al 31/12/09</b>	<b>BID al 31/12/09</b>
<b>Capital (en millones de US\$)</b>	<b>2.344</b>	<b>2.919</b>	<b>52.561</b>
Venezuela	20,0%	18,41	1,7%
Colombia	20,0%	18,5%	6,0%
Perú	220,0%	18,4%	2,9%
Bolivia	10,0%	5,2%	1,8%
Ecuador	10,0%	5,2%	1,2%
Uruguay	10,0%	3,2%	2,3%
Costa Rica	10,0%	0,5%	0,9%
Argentina		8,8%	21,6%
Brasil		8,4%	21,7%
México		0,7%	13,9%
Chile		0,8%	6,0%
Paraguay		2,5%	0,9%
Panamá		2,5%	0,9%
República Dominicana		0,8%	1,2%
Jamaica		0,0%	1,2%
Suriname		0,1%	0,2%
Portugal		3,9%	
España		2,2%	
Guatemala			1,2%
Nicaragua			0,9%
Haití			0,9%
El Salvador			0,9%
Trinidad y Tobago			0,9%
Bahamas			0,4%
Guyana			0,3%
Barbados			0,3%
Belice			0,2%
Bancos Comerciales			0,1%

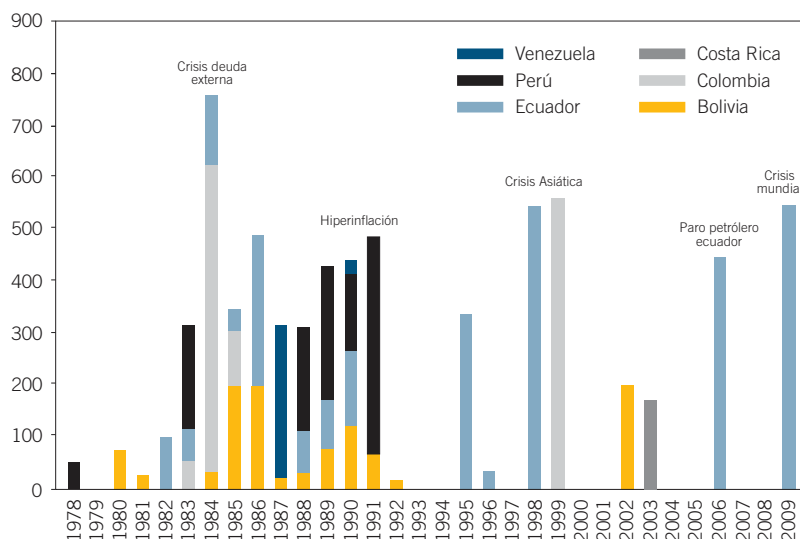
Fuente: FLAR, CAF Y BID.

En términos operativos, podría decirse que, si bien el FLAR está en un estado muy incipiente en cuanto al capital y al tamaño de sus operaciones (Cuadro 1 y Figura 2), dentro de esos márgenes ha demostrado una operacionalidad de la que careció su par asiático, atado a cuestiones de riesgo moral y a su subordinación al monitoreo del FMI.

Una característica distintiva del FLAR es que tiene desde su nacimiento un rating superior al del mejor calificado de sus miembros (Figura 3) que no ha sido modificado desde

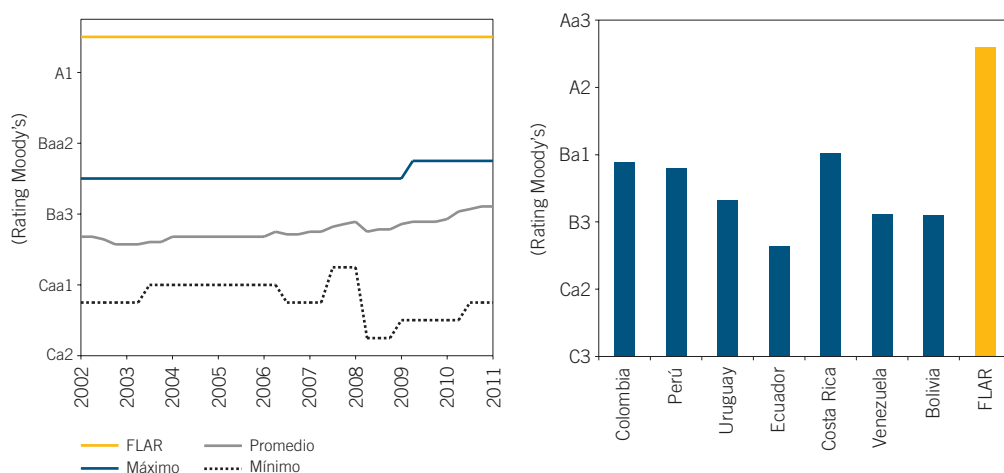
su inceptión (es decir, se ha mostrado independiente del de los soberanos participantes). Lo mismo surge, naturalmente, de la comparación del costo financiero al cual se endeuda el FLAR en relación a los soberanos (Figura 4).

FIGURA 2\_PRÉSTAMOS OTORGADOS POR EL FLAR  
(EN MILLONES DE DÓLARES ESTADOUNIDENSES DE 2007)



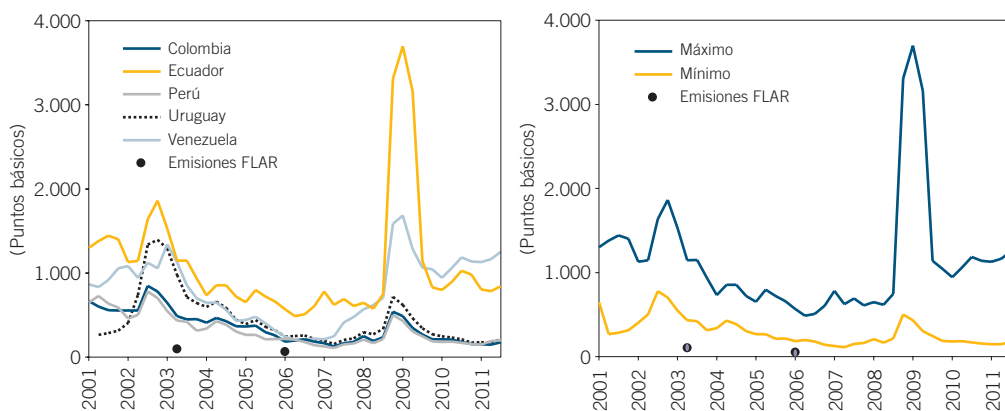
Fuente: FLAR.

FIGURA 3\_FLAR: CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO COMPARADAS



Fuente: FLAR, Banco Mundial.

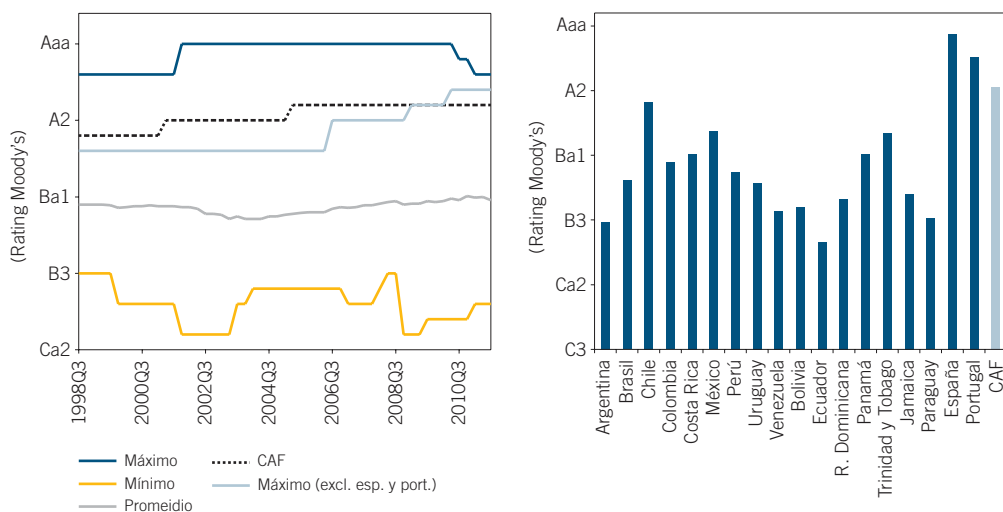
FIGURA 4\_FLAR: PRIMAS DE RIESGO COMPARADAS



Fuente: FLAR, Banco Mundial.

Ciertamente, uno podría atribuir este comportamiento al bajísimo nivel de apalancamiento del FLAR, y poner en duda la capacidad de explotar esta ventaja en el acceso a los mercados a mayor escala. Sin embargo, éste patrón es generalizable a otras IFIs, al menos a juzgar por la experiencia de la CAF que, si bien cuenta con miembros con calificaciones altas como España y Portugal (Figura 5), ha sostenido por mucho tiempo un rating por encima del de sus miembros prestatarios -rating que, más relevante aún para nuestros fines,

FIGURA 5\_CAF: CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO COMPARADAS



Fuente: FLAR, Banco Mundial.



no ha sufrido con la rebaja de calificación de sus miembros europeos. En otras palabras, parecería que el multilateralismo con riesgo mancomunado no promedia los riesgos de sus integrantes sino que los mejora, introduciendo alguna ventaja en el costo financiero respecto a la situación individual, hipótesis sobre la que volveremos más adelante<sup>11</sup>.

#### *A. Pool de reservas y riesgo de correlación*

Una de las principales enseñanzas de la reciente crisis hipotecaria en los EEUU se relaciona con el llamado riesgo de correlación, que designa a variaciones en la correlación de riesgos individuales que pueden dar lugar a una mala estimación del margen de diversificación de un pool de riesgos.

En el ejemplo de los títulos basados en carteras hipotecarias, el riesgo de correlación se manifestó en un aumento de la sincronidad de defaults asociado al shock sistémico de caída de precios inmobiliarios. Al haber sido estos títulos (erróneamente) evaluados en base a la distribución de riesgos en tiempos tranquilos, se exageró la capacidad de diversificación de estos instrumentos securitizados (*asset-backed securities*, CDOs y demás) subestimando su componente sistémico. En otras palabras, se pasó por alto que, a diferencia de tiempos normales en los que el gatillo de una mora en el préstamo hipotecario se relaciona con variaciones en el ingreso del deudor, en una crisis inmobiliaria los préstamos hipotecarios tienden a caer en mora con la caída de precios de la propiedad, un shock que afecta a todos los deudores simultáneamente.

Como ya apuntamos, el riesgo de correlación es esencial para ilustrar los límites de un pool de reservas según la naturaleza de los miembros del pool. Si la membresía incluye países emisores de activos de reserva (los emisores de última instancia, o EUI, es decir, aquéllos que ven subir la demanda de activos denominados en su moneda mientras el resto del mundo enfrenta una caída), entonces se maximiza la capacidad de diversificación regional. En momentos buenos, los capitales salen de los EIU y entran en el resto de los países; en los malos, sucede lo contrario. De esto modo, la variabilidad de flujos intrarregionales se cancela a nivel de la región, que ve su demanda agregada de activos de reserva

<sup>11</sup> Algo similar sucede con el BID, aunque en este caso es imposible identificar y aislar la incidencia de la participación de países G7. Vale hacer notar, sin embargo, una diferencia crucial entre bancos multilaterales como el BID y la CAF, por un lado, y el FLAR, por el otro. Aquéllos otorgan préstamos a proyectos específicos que contienen una condicionalidad implícita (factibilidad y calificación del proyecto, contraprestaciones y copagos del país receptor) que un préstamo de liquidez difícilmente contenga –lo que vuelve a poner sobre el tapete la pregunta sobre la elegibilidad (la condicionalidad ex ante) y las condiciones a ser cumplidas durante la vida del préstamo.

relativamente estable. Si, en cambio, los países miembros están todos del mismo lado de la división entre activo de reserva y activos de riesgo, lo más probable es que todos tomen prestado del pool al mismo tiempo, con lo que las ventajas de diversificación desaparecen.

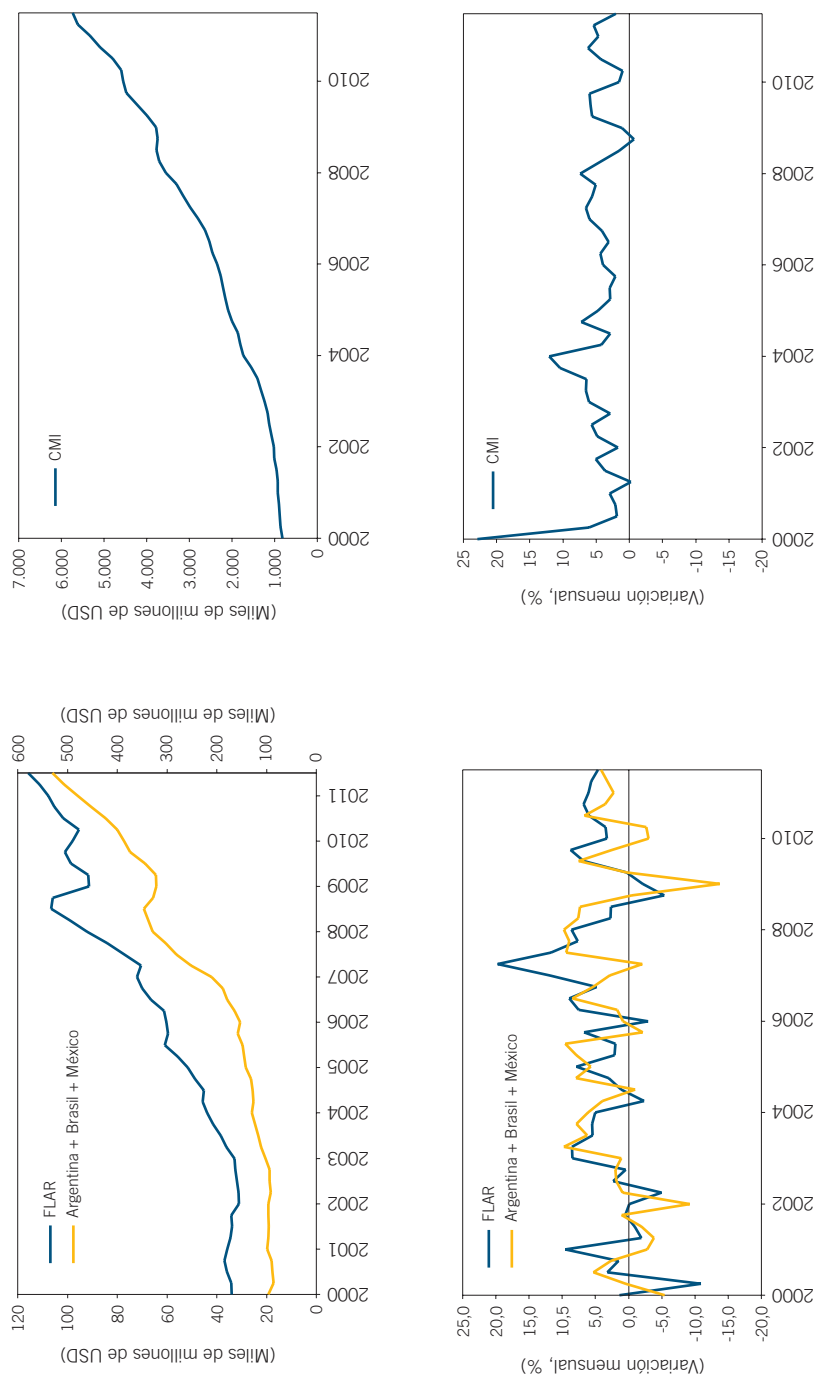
Una manera examinar este punto es mirando la evolución de las reservas totales de los países FLAR, así como la de potenciales futuros miembros, Brasil y Argentina, a las que sumamos las de México para completar el análisis (Figura 6). Como puede apreciarse, al momento de la crisis, el stock combinado de reservas de los países FLAR cayó cerca del 20% mientras que el trío Argentina-Brasil-México acumuló una caída de casi el 10%. Este comportamiento contrasta claramente con lo sucedido en el universo de la CMI, donde la caída abrupta de reservas en países como Corea del Sur se compensó con la entrada de capitales (y aumento de reservas) en Japón y con la profundidad y estabilidad del stock de reservas chinas.

El mismo mensaje surge de la matriz de correlación bilateral de la variación de reservas de los integrantes del FLAR indica que éste es el caso, en muchos casos exhibiendo números cercanos a 0,50 desde mediados de 2007 (Figura 7). Curiosamente, el promedio de correlación en el grupo FLAR (26%) es similar al del grupo CMI, lo que sugiere que la diferencia a favor de este último no se encuentra necesariamente en los mayores márgenes de diversificación.

Casi tan importante como estimar la correlación promedio es precisar en qué medida ésta correlación aumenta en momentos de iliquidez global. La Figura 8 muestra cómo la correlación promedio entre miembros (calculada para una ventana móvil de doce meses) sube en períodos de stress financiero, que a los fines prácticos se identifican en la figura como picos del índice de riesgo global (IRG) reportado en Levy Yeyati y Cohan (2011)<sup>12</sup>. Previsiblemente, un patrón similar reaparece al observar las fluctuaciones cambiarias, que a su vez reflejan las variaciones en los flujos de capitales. Aquí sí la comparación con la CMI revela diferencias: la correlación en el movimiento de reservas no se repite en la de tipo de cambio, reflejando la condición de moneda de reserva del yen y la intensa intervención cambiaria en China. Por último, la Figure 9 reproduce el ejercicio calculando el factor común (medido como el primer componente principal) del cambio en reservas, tipo de cambio y spread soberano, para mostrar cómo la fracción de la variabilidad de los mismos no explicada por este factor común cae en momentos de crisis.

<sup>12</sup> El índice de riesgo global se construye como el primer componente principal de las series del VIX (la volatilidad implícita en los contratos de opciones sobre el índice S&P500) y el spread de los bonos corporativos sin grado de inversión de los EEUU.

FIGURA 6\_STOCK DE RESERVAS INTERNACIONALES: FLAR VS. CMI



Fuente: Banco Mundial.

FIGURA 7\_VARIACIÓN MENSUAL DEL STOCK DE RESERVAS - MATRIZ DE CORRELACIÓN: (2007Q3-2011:Q4)

**Matriz de Correlación: Variación porcentual de Reservas Internacionales países FLAR (desde 2007-Q3 a 2011:Q4)**

	Bolivia	Colombia	Ecuador	Peru	Uruguay	Venezuela
Colombia	0.3454					
Ecuador	0.5049	0.5215				
Peru	0.5934	0.3248	0.1902			
Uruguay	0.4157	0.3817	0.208	0.3003		
Venezuela	0.4758	0.2544	0.3453	0.0573	0.0775	
Costa Rica	0.1183	0.0193	-0.188	0.6431	0.2566	-0.4869

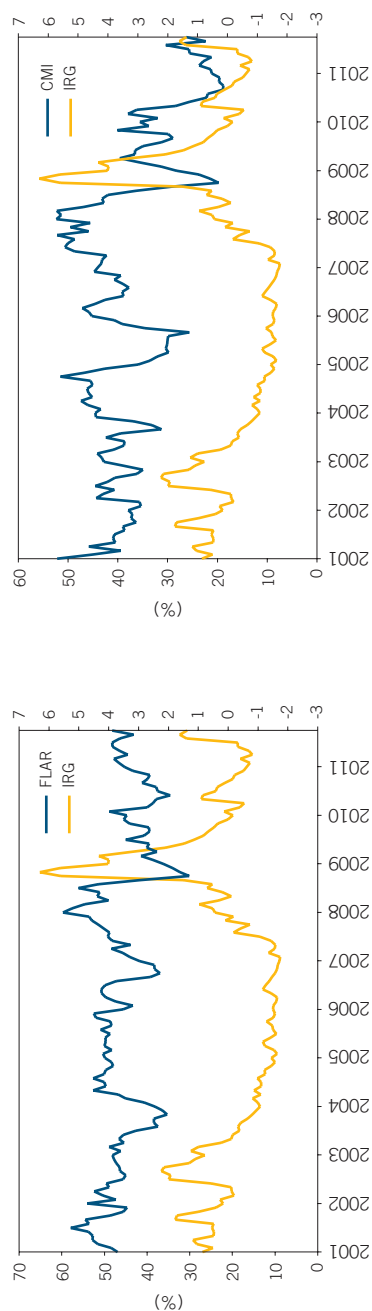
**Matriz de Correlación: Variación % de Reservas Internacionales de países de Chiang Mai initiative desde 2007-Q3 a 2011:Q4)**

	Brunei	Cambodia	China	Filipinas	Hong Kong	Indonesia	Japón	Korea	Laos	Malasia	Singapur	Tailandia
Cambodia	0.12											
China	0.11	0.62										
Filipinas	0.04	0.16	0.44									
Hong Kong	0.39	0.25	0.16	-0.18								
Indonesia	-0.32	0.19	0.33	0.41	-0.04							
Japón	-0.20	0.28	0.22	0.45	0.16	0.15						
Korea	0.16	0.36	0.46	0.24	0.43	0.75	0.19					
Laos	0.00	0.41	0.11	0.06	0.18	-0.04	0.41	0.03				
Malasia	-0.41	0.50	0.63	0.42	-0.13	0.73	0.41	0.52	0.10			
Singapur	0.00	0.57	0.55	0.59	0.15	0.64	0.48	0.62	0.10	0.69		
Tailandia	0.21	0.64	0.56	0.31	0.46	0.12	0.37	0.28	0.29	0.43	0.65	
Vietnam	-0.41	0.33	0.35	-0.01	0.18	0.03	-0.23	0.02	0.30	0.08	0.14	0.47

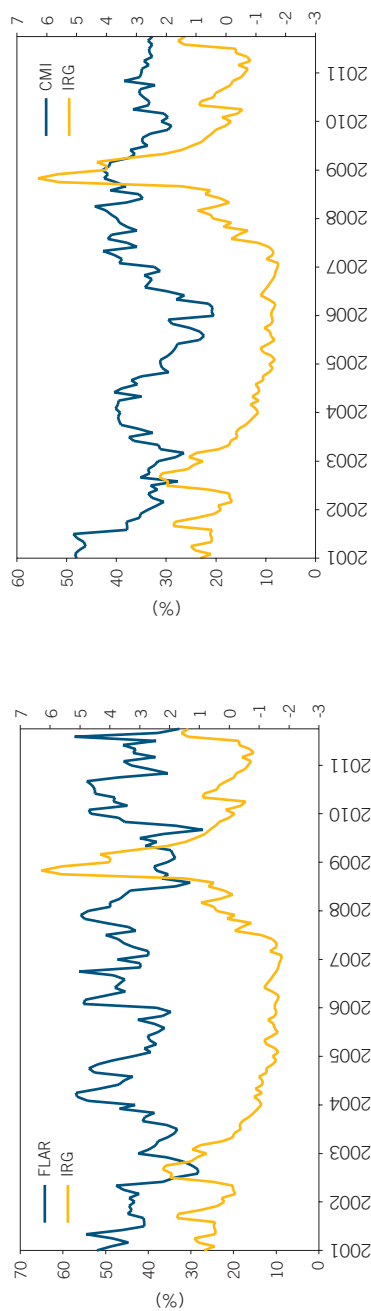
Nota: Se eliminó Myanmar por falta de observaciones.  
Fuente: CAF, Banco Mundial.

FIGURA 8\_RIESGO DE CORRELACIÓN REGIONAL

Riesgo global, variación porcentual de reservas

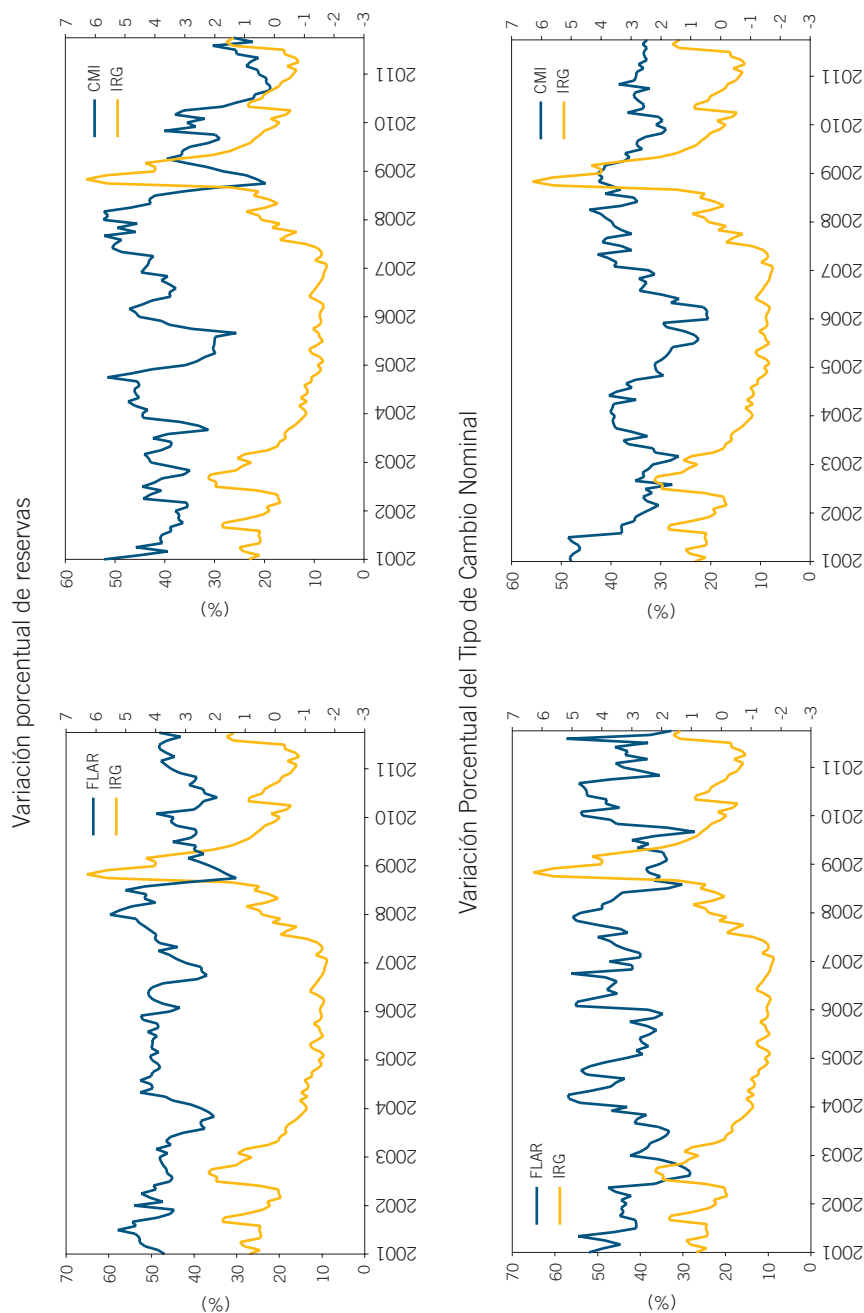


Variación Porcentual del Tipo de Cambio Nominal



*Nota:* Correlación móvil sobre una ventana de 12 meses (eje izquierdo) entre los países de cada pool regional. El riesgo global (IRG) se mide en el eje derecho.  
Fuente: Banco Mundial, IFS.

FIGURA 9\_RIESGO DE CORRELACIÓN REGIONAL (PORCENTAJE DE VARIACIÓN EXPLICADO POR EL PRIMER COMPONENTE PRINCIPAL)



*Nota:* La figura muestra la proporción de la variación no explicada por los factores comunes capturados por el primer componente principal.  
Fuente: Banco Mundial, IFS.

Así, la comparación entre FLAR y CMI ilustra dos aspectos críticos de nuestra discusión. Primero, el hecho de que en Asia el total de reservas permaneció estable, gracias a que mientras los países chicos perdían reservas, los grandes (China y, sobre todo, Japón) las ganaban, mientras que en el FLAR, durante la crisis, las reservas cayeron reflejando el hecho de todos sus miembros perdieron reservas de manera sincrónica. Esta diferencia no desvirtúa el rol de FLAR como mecanismo de seguro contra shocks idiosincráticos de los países menores -situaciones en las cuales el FLAR se ha beneficiado exitosamente de la diversificación asociada a la agregación de reservas (el *risk pooling* comúnmente invocado como la motivación principal de dicha agregación). Pero pone en foco, nuevamente, un déficit crítico del FLAR si su objetivo consiste también en contribuir a la asistencia de liquidez en episodios de shocks sistémicos como el experimentado durante la última crisis global.

Pero la comparación pone el foco en otro aspecto no menos importante: el de la gobernanza. El dato de que el comportamiento individual de las reservas haya evidenciado una alta correlación (similar a la del grupo FLAR) se explica en el hecho de que el área del CMI, a pesar de no haber perdido reservas como un todo, no fue eficaz en la compensación de shocks asimétricos al stock de reservas mediante la transferencia de liquidez. ¿Por qué, contando con las reservas y con el andamiaje institucional para circularlas regionalmente, el Asia emergente se vio sacudida como lo hizo en 2009, al punto de depender, en el caso de Corea del Sur, de un préstamo bilateral de la Reserva Federal y, más en general, del impráctico préstamo en renminbi del Banco de China?

La respuesta a esta pregunta pone sobre la mesa aspectos institucionales que representan tal vez el mayor obstáculo a la hora de la conformación de una red de asistencia financiera regional. En particular, plantea claramente el dilema entre el tamaño y flexibilidad que hoy enfrenta el FLAR: mientras el nivel de exposición sea limitado, sus miembros tolerarían un mecanismo de asignación automático y simétrico eludiendo cuestiones de elegibilidad. En cambio, si el FLAR adquiriera una dimensión mayor, para convertirse en una fuente relevante en episodios de reversión de la cuenta corriente y presión cambiaria, sus miembros, particularmente para los países “prestamistas”, es decir, aquéllos que tenderán a aportar al fondo más de lo pedirán prestado y que, por ende, mantendrán una exposición neta frente a los países receptores de dichos préstamos. Esta tensión entre crecimiento y gobernanza es crucial en el debate sobre el futuro del FLAR: como nos enseña la experiencia hasta el momento frustrada del CMIM documentada más arriba, la relevancia regional del fondo se cifra tanto en su tamaño como en la flexibilidad en la asignación de recursos.

#### IV. El futuro del FLAR: Prognosis y propuestas

¿Qué significa todo lo anterior para el FLAR? ¿Hasta qué punto se aplica la experiencia asiática a la situación latinoamericana y qué podemos aprender de aquélla?

La analogía entre el FLAR y el CMIM son evidentes (y han sido destacadas por analistas de la iniciativa asiática): si el CMI fue diseñado, tentativamente, como una red de acuerdos de swaps bilaterales, la CMIM aspira a convertirlo en un pool de reservas a la manera de un prestamista multilateral regional, siguiendo en lo operativo un modelo a mitad de camino entre el FLAR y el FMI.

Una de las limitaciones del FLAR (en su situación actual, en la que aún no representa una red de asistencia que complemente o incluyo sustituya parcialmente el atesoramiento individual de reservas) se relaciona con el tamaño del compromiso financiero de sus miembros: una rápida comparación con su par asiático muestra que las contribuciones, normalizadas por el PBI, son sensiblemente menores en la versión latinoamericana (Figura 10)<sup>13</sup>. Por ejemplo, para lograr la cobertura del producto promedio bajo la CMI, los miembros del FLAR deberían triplicar sus contribuciones (Cuadro 3). Tomando estos números de modo indicativo, podría sostenerse la necesidad de recapitalizar el FLAR.

Pero el nivel de contribuciones no es el único frente de acción que surge de analizar la experiencia asiática. Por un lado, la experiencia asiática enfatiza la dificultad para establecer un sistema de evaluación que facilite préstamos de montos considerables de manera automática cuando son necesarios. Por el otro, Asia emergente tiene lo que el FLAR (y posiblemente, América Latina) no: emisores de última instancia, proveedores de liquidez en picos de tensión financiera<sup>14</sup>.

##### *A. Tamaño, contribuciones y reglas*

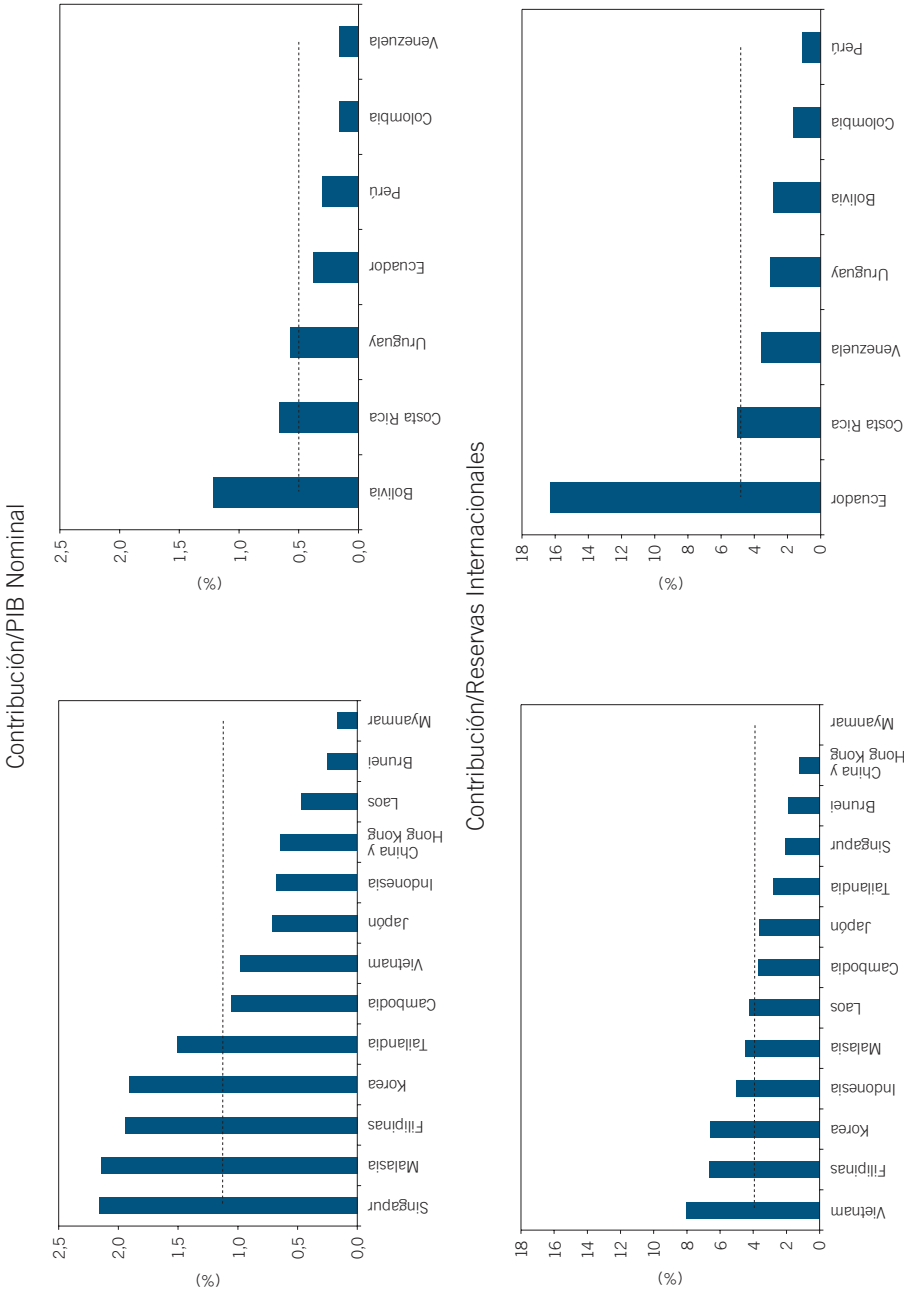
Parte de lo que hace atractivo el concepto de la CMI, más allá de sus déficits operativos, es la disponibilidad de un pool de reservas lo suficientemente profundo para que econo-

<sup>13</sup> Por el contrario, las contribuciones en términos del stock de reservas es comparable: la diferencia en el nivel de cobertura del producto refleja el elevado cociente de reservas sobre producto de la mayoría de las economías asiáticas, incluyendo los dos “donantes” asiáticos, China y Japón.

<sup>14</sup> Como dijimos antes, ambos puntos están relacionados. En la medida que los proveedores de liquidez estén más expuestos al riesgo de crédito, requerirán mecanismos de elegibilidad que excedan la disposición del buen vecino.



FIGURA 10\_TAMAÑO: FLAR VS. CMIM



Fuente: FLAR, CMIM, Banco Mundial.

CUADRO 2\_CRÉDITOS OTORGADOS POR FLAR DURANTE LA CRISIS

Año	2009
País	Ecuador
Monto	480 Millones de USD
Tipo	Balanza de Pagos (hasta 2.5 veces el Capital Aportado)
Plazo	3 años con 1 año de gracia para abonos a capital
Tasa de interés	Libor de 3 meses +400pb
<i>Fuente:</i> FLAR.	

CUADRO 3\_EN MILES DE MILLONES DE USD

	Contribución	Cuota	Reservas (2010)	GDP Nominal (2010)
FLAR				
Venezuela	0,47	4,05	13,14	285
Colombia	0,47	1,18	27,77	283
Peru	0,47	0,97	42,65	154
Ecuador	0,23	0,53	1,43	61
Uruguay	0,23	0,47	7,64	41
Costa Rica	0,23	0,29	4,63	35
Bolivia	0,23	0,26	8,13	19
TOTAL	2,34	7,75	105,39	878
CMI				
China y Hong Kong	38,4	14,52	3.134,73	5.972
Japón	38,4	23,83	1.061,49	5.391
Korea	19,2	5,13	291,49	1.007
Indonesia	4,7	3,17	92,91	695
Tailandia	4,7	2,2	167,53	313
Malasia	4,7	2,7	104,88	219
Singapur	4,7	2,15	225,71	217
Filipinas	3,68	1,55	55,36	189
Vietnam	1	0,7	12,47	102
Myanmar	0,06	0,39		36
Brunei	0,03	0,33	1,56	12
Cambodia	0,12	0,13	3,26	11
Laos	0,03	0,08	0,7	6
TOTAL	119,72	56,9	5.152,10	14.170
		FLAR	CMI	
Capital Suscripto/GDP, Observado		0,27%	0,84%	
Capital Suscripto/Reservas, Observado		2,22%	2,32%	
Cuota FMI/GDP, Observada		0,88%	0,40%	
Cuota FMI/Reservas, Observada		7,36%	1,10%	
<i>Fuente:</i> FLAR, CMIM, Banco Mundial.				

más abiertas medianas como la coreana o, más aún, pequeñas como Vietnam tengan suficiente respaldo para prevenir, por su sola presencia, ataques especulativos o episodios de iliquidez ocasionados por pánico o contagio técnico sin fundamento macroeconómico -y, eventualmente, reducir la demanda latente por un colchón propio de activos externos.

En este sentido, desde el punto de vista de sus actuales integrantes, la inclusión de Chile y, sobre todo, Brasil (países con un importante stock de reservas y buen acceso a los mercados de capitales) es un primer paso importante para escalar lo que hoy es un esquema útil pero de incidencia limitada. Si estos dos países integraran el mismo porcentaje de sus reservas que el promedio de los actuales integrantes, el capital del FLAR crecería en un 309%. Si, adicionalmente, lo hicieran México y Argentina, el incremento total sería del 475%<sup>16</sup>.

Por otro lado, bajo ciertas condiciones de operación (en particular, un esquema de elegibilidad transparente), y con el aporte neto de países con un gran stock de reservas y mejores condiciones de acceso a fuentes de liquidez de emergencia, el FLAR podría subsanar una de sus debilidades más obvias: el hecho de que, a diferencia del CMI, la capacidad de endeudamiento de los países excede con creces el capital del fondo (Cuadro 1), lo que se riñe con una situación sistémica en la que más de la mitad de sus miembros quisieran contabilizar las líneas de crédito como parte de sus activos externos líquidos. Si, emulando a su par asiático, se integra a Brasil y Chile con un multiplicador (el cociente entre capacidad de tomar prestado y capital pagado) de 0.5 y se mantiene el cociente en 2.5 para el resto de los integrantes, el cociente deuda potencial sobre capital para el FLAR en su totalidad disminuiría a niveles operables.

Este camino de expansión e inclusión de socios “donantes” introduce de lleno el aspecto institucional: ¿quién y cómo decide la elegibilidad de potenciales solicitantes de líneas de crédito?

Por un lado, de nada sirve un organismo cuya decisión final de acceso es contingente a una evaluación compleja y subjetiva de la capacidad de repago del solicitante, en tanto una característica del PUI debe ser su previsibilidad, de forma tal que los actores intervinientes (autoridades soberanas e inversores) conozcan, ex ante, con qué liquidez cuenta el país en caso de emergencia.

<sup>16</sup> Elevando el porcentaje de aportes como proporción del PBI al nivel del CMI, el capital del FLAR ascendería hoy a usd33.6bn, o 14 veces su stock nivel actual (usd2.3bn).

Naturalmente, de poco sirve un organismo que mantiene la decisión final de acceso contingente a una evaluación compleja y subjetiva de la capacidad de repago del solicitante. Como se señaló, una característica del prestamista de última instancia es su previsibilidad: tal como sucede con un banco comercial frente al banco central, los actores intervinientes (autoridades soberanas e inversores) deben saber a priori con qué liquidez cuenta el país en caso de emergencia. En el otro extremo, la ausencia de evaluación puede llevar a que primen consideraciones políticas que eliminen toda condicionalidad ex ante, dando lugar a los mismos temores sobre posible riesgo moral y exposición crediticia de los “donantes” que no sólo han inhibido iniciativas semejantes en el FMI sino que, a nivel regional, obstaculizan la profundización del CMI o la EFSF.

De nuevo, la experiencia asiática (y la europea) es ilustrativa. ¿Hasta qué punto hay voluntad de autoevaluación en la región? Más importante aún, ¿es concebible una esquema en el que los países “donantes” tengan el reaseguro necesario para convertirse en prestamistas regionales sin reproducir una situación similar a la del FMI (o, potencialmente, del CMI) que genere incomodidad o recelo entre los miembros “prestatarios”?

Sin embargo, una expansión del FLAR requeriría avanzar en este frente institucional, con la conformación de una Oficina de Evaluación, equivalente al AMRO asiático, que estableciera y monitoreara condiciones objetivas y verificables para activar las líneas de crédito<sup>16</sup>. Asumiendo que, al igual que en el caso asiático, este rol no puede ser delegado en el FMI, queda la pregunta de si esta oficina debería formar parte del FLAR (tal vez la opción más natural) o constituirse como unidad independiente.

Dada la gran variedad y heterogeneidad de posiciones políticas dentro de América Latina, sería recomendable que, en el mediano plazo, dicha oficina se independizara del FLAR. Si bien idealmente dicha oficina debería ser externa a la región de modo de eludir las influencias políticas, en la práctica una evaluación externa (de países extrarregionales u organismos multilaterales) sería inaceptable para los países miembros conspirando contra la utilidad del FLAR -del mismo modo en que lo hizo para los países asiáticos. Un camino intermedio a explorar sería una combinación de ambas opciones: condiciones de elegibilidad determinadas por el FLAR pero evaluadas por un organismo multilateral, responsabilidad ésta que, a los efectos de soslayar el estigma político del FMI, podría recaer en el BID o en la CAF.

<sup>16</sup> Por verificable se entiende específicamente la posibilidad de realizar un cálculo independiente en base a datos observables de modo de eliminar en todo momento la incertidumbre sobre el acceso a los fondos y la necesidad de un proceso de solicitud formal.

### B. El FLAR como “acreedor privilegiado”

El tamaño del aporte no es la única dimensión en base a la cuál puede extenderse el capital (y, por ende, el alcance de la cobertura de liquidez) del FLAR. El organismo puede, alternativamente, apalancar su capital en el mercado a un costo relativamente bajo, y en todo caso generalmente menor que el de sus países miembros, como una alternativa menos onerosa (o un complemento) a la integración directa de capital.

Como se dijo, las emisiones del organismo han sido particularmente exitosas a la hora de reducir los costos de financiamiento en relación a los países miembros. Este patrón (un menor costo de financiamiento que el enfrentado individualmente por sus miembros) parecería aplicarse más en general a organismos financieros multilaterales con responsabilidad solidaria -aún a aquellos con un nivel de apalancamiento sustancialmente mayor (ver, en particular, el caso de la CAF en la Figura 5).

Esta característica, lamentablemente poco estudiada empíricamente, podría reflejar los beneficios de diversificación del riesgo crediticio (por ejemplo, si un default soberano requiere que un país enfrente escasez de divisas, un default del FLAR requeriría que varios lo hicieran a la vez). Asimismo, podría ser una consecuencia del hecho de que el capital pagado al organismo se asemeja a los activos de un fondo fiduciario de gestión conjunta. De este modo, un default soberano no se vería reflejado necesariamente en una merma en el capital del FLAR.

De hecho, el acceso a las líneas de crédito del FLAR requiere de una aprobación del Directorio o de la Presidencia Ejecutiva (según el tipo de crédito). La aprobación de estos créditos, si bien en el pasado ha sido expeditiva, no es automática. Por esta razón, las contribuciones no son clasificadas como reservas internacionales según el Manual del FMI. Motivado por lo anterior, la agenda estratégica de la Presidencia Ejecutiva del FLAR estudia una propuesta que permite que el capital pagado pueda ser parte de las reservas internacionales del banco central.

Del mismo modo, la gestión mancomunada de las reservas, a través del control entre pares, puede reducir el riesgo de crédito asociado con la voluntad de pago. De manera trivial, si el spread soberano refleja dudas sobre la voluntad de pago de un emisor con capacidad de pago, las contribuciones de este mismo emisor al FLAR tendrían un riesgo menor en la medida en que la decisión de pago sea en conjunto con otros emisores percibidos como de mayor disposición al pago. De hecho, aún en el caso de emisores igualmente du-

dosos, el peer control haría que la incidencia de motivaciones idiosincráticas para la restructuración se cancelaran entre sí, nuevamente reduciendo la probabilidad de default<sup>17</sup>.

Esta discusión liga con el dilema entre la fiducia o delegación de las reservas a un gestor común y su efecto sobre los costos de financiamiento del organismo y del emisor individual. Más de una vez se ha planteado la pregunta de si el seniority de los organismos multilaterales de crédito<sup>18</sup> reduce el costo de financiamiento oficial a expensas del financiamiento privado, al restar de la capacidad de pago del deudor en caso de restructuración por insolvencia.

Sin embargo, el argumento en la medida en que el evento de restructuración obedezca, como ha sido el caso en muchas ocasiones, a dificultades de refinanciamiento y problemas de iliquidez. Por un lado, el préstamo multilateral, al operar como red de seguridad (en rigor prestamista de última instancia) puede prevenir la corrida y actuar como catalizador del crédito privado en situaciones de crisis. Del mismo modo, en la medida en que por su condición no introduzca problemas de refinanciación, el stock de deuda oficial no contribuye al riesgo de una crisis de iliquidez.

En virtud de esto, en la medida en que el problema de fondo sea un shock transitorio de liquidez, un mayor seniority del FLAR (a partir de la segregación de un stock mayor de capital, que expandiera sus líneas de crédito a expensas de las reservas de sus miembros) o el desplazamiento asociado al reemplazo de deuda privada con deuda multilateral en un episodio de stress financiero y desfinanciación, deberían ser menores. Esto tiene implicaciones de peso sobre el funcionamiento del FLAR: a igualdad de apalancamiento, e adicionalmente a las ganancias por diversificación, un FLAR más grande contribuiría a abaratar el costo promedio de las reservas.

### *C. El FLAR como vehículo y el rol de la comunidad financiera internacional*

Ya se mencionó la ausencia de emisores de última instancia regionales, que generen liquidez al momento en el que la mayoría de los miembros la necesita. En este contexto, por las razones esgrimida en la sección anterior, en tanto entidad con un riesgo de crédito

<sup>17</sup> Si bien es cierto que no abundan en la práctica los casos de defaults oportunistas (por falta de voluntad de pago), esto no quita que los spreads muchas veces reflejen estos temores.

<sup>18</sup> Se refiere al status implícito de acreedor privilegiado, validado por el hecho de que los deudores suelen servir estas deudas aún en períodos de incumplimiento de obligaciones privadas.

acotado, el FLAR es un vehículo privilegiado para integrarse con la comunidad financiera internacional (en rigor, con los emisores de última instancia) a los fines de acceder a liquidez contingente a un evento de crisis sistémica.

Más específicamente, adicionalmente a la emisión de deuda (que implica un costo menor de acarreo de reservas) el FLAR podría amplificar su capacidad prestable estableciendo líneas de crédito contingente con organismo con acceso a los prestamistas de última instancia (FMI, Banco Mundial, BID), con bancos centrales como la Reserva Federal, o incluso (aunque de manera más costosa y menos confiable) con un consorcio de bancos internacionales.

La negociación de estas líneas seguramente debe atravesar delicadas consideraciones políticas (incluyendo la resistencia de la contraparte a generar un pasivo contingente con una entidad con accionistas sin grado de inversión) pero no deja de ser un objetivo consistente con la discusión sobre RAFIs en el marco del G20 y del mismo FMI y, bajo ciertas condiciones, el esquema ideal por el que los países desarrollados pueden compensar la presión que ejercen contra la intervención cambiaria en el mundo en desarrollo.

## **V. Recapitulación: algunas propuestas positivas**

Como se ha documentado en este trabajo -y en otros anteriores- hay un aspecto de crucial importancia para evaluar la capacidad de un organismo como el FLAR para suplir la ausencia de un prestamista de última instancia internacional. Frente a shocks globales la correlación de las demandas de reservas en los países miembros (y, en general, las economías latinoamericanas) suele alcanza niveles elevados, reduciendo los beneficios de diversificación que un pool de reservas como el FLAR puede ofrecer. Este aspecto está asociado al hecho de que, a diferencia de otras regiones, ningún país en América Latina es emisor de una moneda de reserva que vea su demanda elevada en momentos de stress financiero global. Esto abona la conclusión de que, aun con la incorporación de los países grandes de la región, el rol del FLAR en épocas de shocks sistémicos sería limitado.

Sin embargo, el FLAR, aún con la limitación de carecer de un emisor de última instancia, es hoy el instrumento privilegiado para que la región avance en la integración de recursos de liquidez de modo de complementar las iniciativas de redes de seguridad financiera internacionales que florecieron tras la última crisis.

¿Qué motivación tendrían los organismos multilaterales de mayor tamaño para articular esfuerzos, e incluso establecer líneas de liquidez contingente con el FLAR, en línea con

lo propuesto en este trabajo? La respuesta a esta pregunta depende de qué tan en serio toma la comunidad internacional la necesidad de contar con una red de asistencia que vaya más allá de la proliferación de aforismos de los últimos años. A juzgar por los últimos capítulos del debate sobre redes de asistencia de liquidez global al interior del G20, parecería haberse llegado al límite de lo que la cooperación multilateral puede ofrecer en el mediano plazo. Esta coyuntura limitante ha sido reconocida incluso por el FMI (FMI 2010a y 2010b) que, en parte debido al fracaso del intento de extender servicios de liquidez a economías en desarrollo (hasta el momento, sólo tres países, México, Polonia y Colombia, solicitaron acceso a la línea de liquidez del FMI, y ninguno la utilizó), en su propuesta del GSM hace énfasis en la necesidad de integrar las facilidades del organismo con los arreglos regionales existentes.

En este contexto, de la discusión anterior se desprenden algunas propuestas tentativas de compleja pero factible ejecución, que resumimos a continuación:

- ❑ Integración del resto de la región mediante la incorporación de Argentina, Brasil, Chile y, potencialmente, México. Esto sumaría beneficios de diversificación, incrementaría el tamaño del fondo (sobre todo en relación a los países miembros más pequeños) y mejoraría su capacidad de endeudamiento.
- ❑ Organización de los derechos a préstamos de manera cooperativa (asimétrica), de modo que los países con exceso de reservas (Brasil, Chile) jueguen el rol de miembros “prestamistas” a la manera de Japón y China en el CMIM.
- ❑ Establecimiento de reglas de acceso transparentes y verificables, que limiten el riesgo moral de los “prestamistas” sin conspirar contra la previsibilidad y rapidez de acceso a los préstamos del FLAR.
- ❑ Creación de una unidad de evaluación macroeconómica dentro del FLAR, de tamaño pequeño y con acceso a información oportuna y detallada mediante acuerdos no sólo con los países miembros sino con otros organismos multilaterales como la CAF o el BID, como piloto de un oficina de evaluación independiente que monitoree la estabilidad macro financiera de la región y estipule y evalúe las condiciones de elegibilidad ex ante de los miembros.
- ❑ Apalancamiento del FLAR, mediante la emisión de deuda con grado de inversión y bajo costo de acarreo o carry (el spread).



- ❑ Establecimiento de líneas contingentes con bancos centrales desarrollados, multilaterales y, bajo condiciones razonables, sindicatos de bancos, a fin de reducir el costo de acarreo al mínimo.

De lo anterior se desprenden algunas preguntas de naturaleza no estrictamente económica que merecen ser al menos introducidas en la presente discusión.

¿Qué gana el miembro aportante con la integración? Podría argumentarse que las ganancias por menor costo de fondeo de las reservas asociadas a la integración del FLAR no involucrarían una mejora en el costo financiero de un país como Brasil, que acaba de emitir a una tasa históricamente baja para la región. Lo mismo podría decirse de la prima que obtendría por la inversión de sus reservas, asumiendo que el FLAR optimizara esta gestión y se beneficiara del spread cobrado a los receptores de préstamos, a la manera de otras instituciones multilaterales de crédito.

Sin embargo, la principal motivación no debería diferir de la que mueve a estos países a aportar en instituciones multilaterales como el FMI: los beneficios de la estabilidad regional, combinados con la voluntad de encarnar el rol de liderazgo naturalmente asociado a las principales economías de una región. A nadie escapa que las estrategias de integración regional (tanto comercial como financiera) suelen obedecer a consideraciones geopolíticas tanto o más que a factores económicos. Ese ha sido el caso, en particular, del CMI (y su sucesor, el CMIM) y, salvando las diferencias de contexto y forma, del European Financial Stability Facility (EFSF) y de su sucesor, el European Stability Mechanism (ESM).

La extensión de FLAR a países como Brasil, que probablemente jueguen el rol de prestamistas regionales, vuelve a introducir la pregunta sobre la gobernancia. ¿Cómo evita el prestamista la influencia política en la asignación de recursos, eludiendo a la vez la delicada tarea de evaluar a sus vecinos? Nuevamente, la respuesta enfatiza la necesidad de transparencia e independencia de criterios para la oficina de evaluación y monitoreo.

Tanto o más ambicioso es el objetivo de que el FLAR pueda, en última instancia, canalizar o participar de paquetes de asistencia de liquidez del FMI. ¿Qué ganaría el FMI con un arreglo que involucrara al FLAR como socio -y, en última instancia, usuario- de sus servicios de asistencia financiera? Por un lado, la participación del FLAR podría resolver uno de los obstáculos del FMI para suplir la ausencia de un prestamista de última instancia: la falta de solicitantes, debido en parte a las altas condiciones de elegibilidad (que pocos miembros del FLAR superarían) y al estigma político de solicitar asistencia al FMI. En el

primer caso, el FLAR limitaría la exposición de crédito del FMI (preservando su seniority implícita a través de la del mismo FLAR). En el segundo, el FLAR ofrecería un vehículo de distribución de las facilidades de asistencia del FMI políticamente menos sensible. Dicho esto, cualquier articulación del FLAR con el FMI enfrente obstáculos importantes, tanto por restricciones estatutarias del FMI en relación a sus receptores de crédito como por resistencias políticas a una asociación que, de producirse, debería incorporar la visión del FMI en la operación del FLAR.

En suma, el FLAR enfrenta hoy una desafiante encrucijada. Hasta ahora ha funcionado exitosamente pero en una escala pequeña. ¿Hasta qué punto fue la escala la razón del éxito? Dicho de otro modo, ¿qué riesgos hay de que, al expandir membresía y tamaño se desvirtúe un arreglo basado en la confianza entre los miembros y en exposiciones financieras limitadas? Con el incremento de esta exposición y la entrada de miembros que “prestamista” (aportantes netos al fondo) es probable que surjan los mismos problemas que hoy plagaron (y aún plagan) al CMIM. Por otro lado, aún si estos problemas se resolvieran, sería ingenuo plantear un futuro FLAR expandido como el prestamista de última instancia regional, habida cuenta de la correlación de shocks documentada en este trabajo. En cambio, un FLAR potenciado podría complementar una red de asistencia de liquidez internacional que hoy muestra limitaciones para satisfacer las necesidades de los países de la región. Del mismo modo en que CAF adoptó un rol específico en el menú de organismos multilaterales de crédito -una versión relacional del modelo más distante, *arm's length*, del Banco Mundial-, el FLAR podría jugar un rol a la vez específico y esencial en el entramado de recursos globales y necesidades regionales asociadas a la provisión de liquidez y la estabilidad financiera.

En última instancia, el desafío político de ahondar y profundizar en ese pequeño gran éxito que es el FLAR requiere avanzar lentamente sin descuidar la construcción institucional que garantice la equidad e independencia de criterios en la asignación de los recursos. Esperamos que las ideas y propuestas descriptas en este trabajo contribuyan a esta construcción.

## REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS SELECCIONADAS

- Ciorciari** (2011) - "Chiang Mai Initiative Multilateralization, International Politics and Institution-Building in Asia", University of California Press.
- Culpeper R.** (2006) - "Reforma de la arquitectura financiera regional: el potencial de las instituciones regionales" en J.A. Ocampo (comp.), Cooperación financiera regional, LC/G. 2319-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Eichengreen B.** (2012) "International Liquidity in a Multipolar World." *American Economic Review*, 102(3): 207-12.
- Eichengreen B.** (2010) - "The International Financial Architecture and the Role of Regional Funds".
- Eichengreen, B.** (2006) - "Insurance Underwriter or Financial Development Fund: What Role for Reserve Pooling in Latin America?", serie Financiamiento del Desarrollo, N° 186, LC/L.2621-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (cepal). Publicación de las Naciones Unidas, N° de venta: E.06.II.G.145.
- García E.** (2006) - Presentación en el Seminario "Rol de los fondos regionales en la estabilización macroeconómica" (17 y 18 de julio de 2007).
- Ghosh, A., M. Chamon, C. Crowe, J. Kim, and J. Ostry** (2009), "Coping with the Crisis: Policy Options for Emerging Market Countries," IMF Staff Position Note No. 2010/04 (Washington: International Monetary Fund).
- Grimes** (2011) - "The Asian Monetary Fund Reborn? Implications of Chiang Mai Initiative Multilateralization", *Asia Policy*, Number 11 (January 2011), 79-104
- FLAR** (2011) El FLAR dentro de la arquitectura financiera regional: historia y desempeño en perspectiva, Documento de Trabajo Interno, Diciembre.
- Reza M.** (2010) - "Emerging Market Countries and the Crisis: How have they coped?" IMF Policy Paper # IMF.
- Sussangkarn** (2011) "Chiang Mai Initiative Multilateralization: Origin, Development, and Outlook", *Asian Economic Policy Review*
- Titelman D.** (2006) - "La cooperación financiera en el ámbito subregional: las experiencias de América Latina y el Caribe" en J.A. Ocampo (comp.), Cooperación financiera regional, LC/G. 2319-P, Santiago de Chile, Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL)
- Urrutia M.** (2006) - "Perspectivas del Fondo Latinoamericano de Reservas", Santiago de Chile, Inédito.

---

## APÉNDICE 1 ¿CUÁNTO CUESTA LAS RESERVAS?

---

El enfoque tradicional para calcular el costo de las reservas asume que las mismas se fondean con la emisión (o la no cancelación) de deuda soberana en moneda extranjera, asimilando el costo unitario del atesoramiento de activos extranjeros al spread soberano en el mercado secundario (Jeanne and Ranciere, 2009).

Naturalmente, hay excepciones. Por ejemplo, en un contexto de crisis, cuando los spreads adquieren niveles de pánico, ningún gobierno emite deuda por lo que el spread deja de representar el costo marginal del atesoramiento<sup>19</sup> Por otro lado, el uso del riesgo país como aproximación del costo de las reservas implica una aproximación del costo marginal por el costo promedio, pasando por alto dos efectos contrapuestos: el incremento del spread con cada nueva emisión de deuda, y su caída con el aumento de la cobertura de reservas. Dado que, por lo general, el efecto neto de emitir deuda para adquirir reservas (manteniendo constante el nivel de deuda neta de reservas) suele comprimir el spread, el mismo estaría sobreestimando el costo de las reservas.

Pero la crítica más importante al enfoque tradicional es quizás la menos obvia: las reservas no se compran con deuda en moneda extranjera sino con intervenciones del banco central, que luego éste esteriliza con deuda en moneda local -lo que tiene sentido si se piensa que la lluvia de dólares que da lugar a estas compras es el correlato de una mayor demanda de activos denominados en moneda local.

En ese caso, el costo de las reservas tiene dos componentes esenciales: pérdidas cuasi fiscales (el diferencial de entre la tasa de interés en pesos y la tasa internacional en dólares, o carry) y cambio por valuación de la posición de moneda del Banco Central (pérdidas en el valor en pesos de las reservas a medida que el tipo de cambio alcanza su nuevo equilibrio, o ganancias en caso de que el tipo de cambio vuelva a niveles más depreciados)<sup>20</sup> De esto surge que, si las tasas en pesos permanecen deprimidas por las expectativas de apreciación, y si éstas a su vez obedecen a factores temporarios (por ejemplo, flujos procíclicos y reversibles de capital especulativo), tanto el carry como los cambios por valuación podrían ser mucho menores de lo que el cálculo tradicional del costo de las reservas sugiere, e incluso derivar en una ganancia financiera para el banco central.

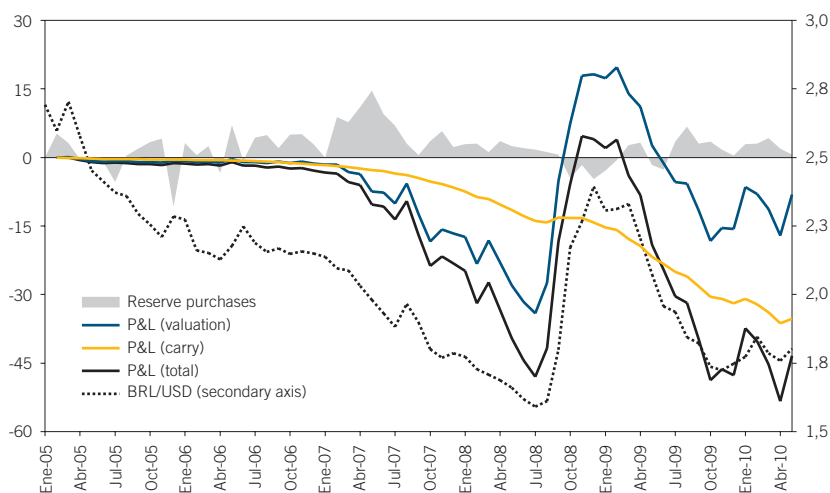
Las siguientes figuras ilustran el punto: países con un carry alto (Brasil, Turquía) tienden a acumular costos de intervención (mitigados en ambos casos por la reversión de la apreciación del tipo de cambio) mientras que la intervención en países con carry moderado o bajo suele resultar en un saldo positivo para la autoridad monetaria.

<sup>19</sup> Dicho de otro modo, si el soberano decidiera rescatar deuda en el mercado secundario, el spread descendería marcadamente, por lo que no sobrestima el costo marginal de emisión.

<sup>20</sup> Así, el costo de las reservas representa el espejo de las ganancias del inversor en moneda local (el llamado carry trade en jerga financiera), con la salvedad de que el banco central paga el carry financiero sin netear los costos de transacción.

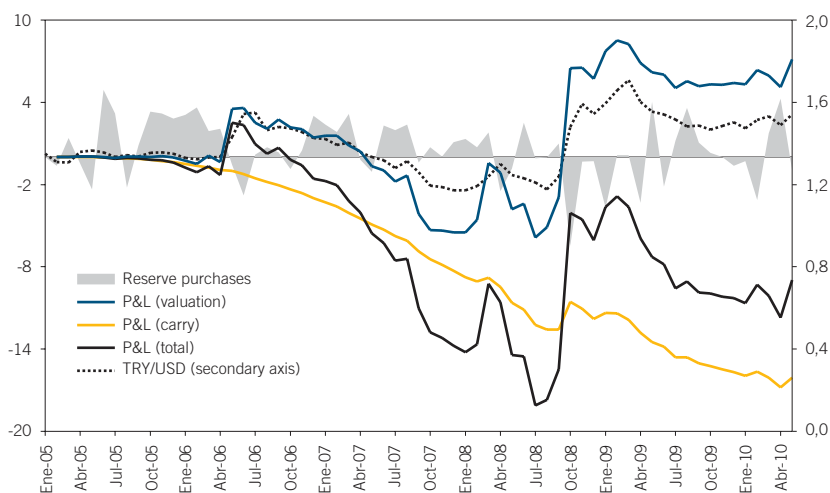
# BRASIL

(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)

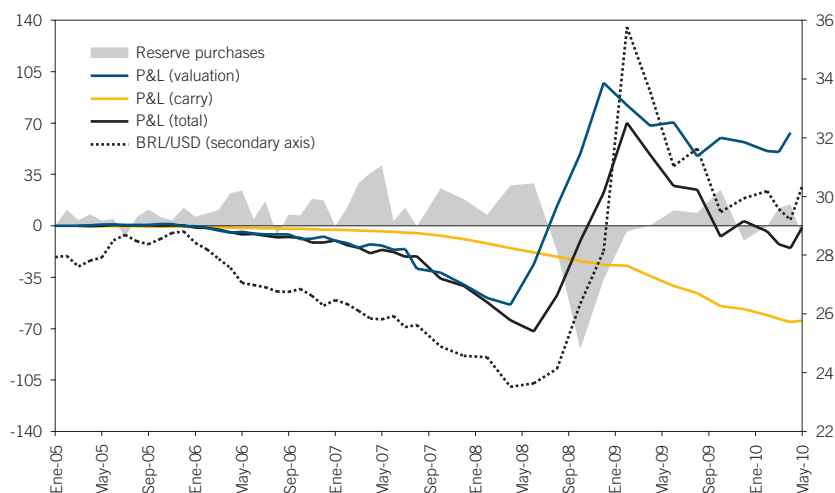


# TURKEY

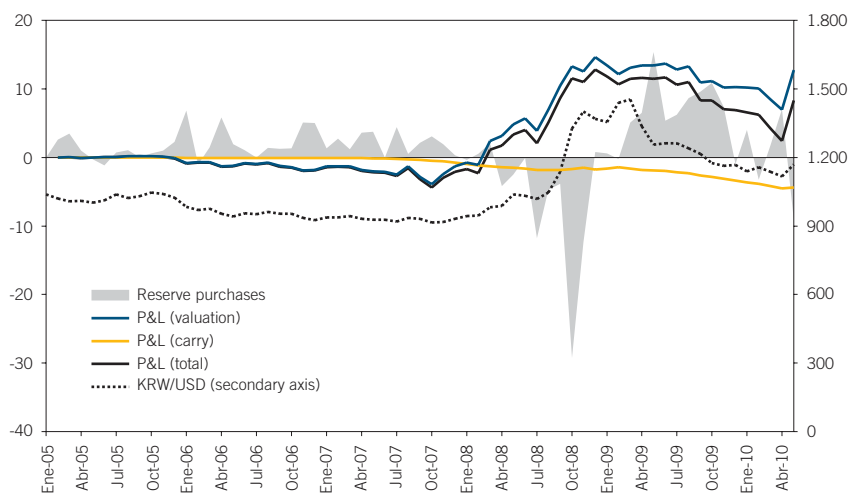
(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



### RUSSIA (USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)

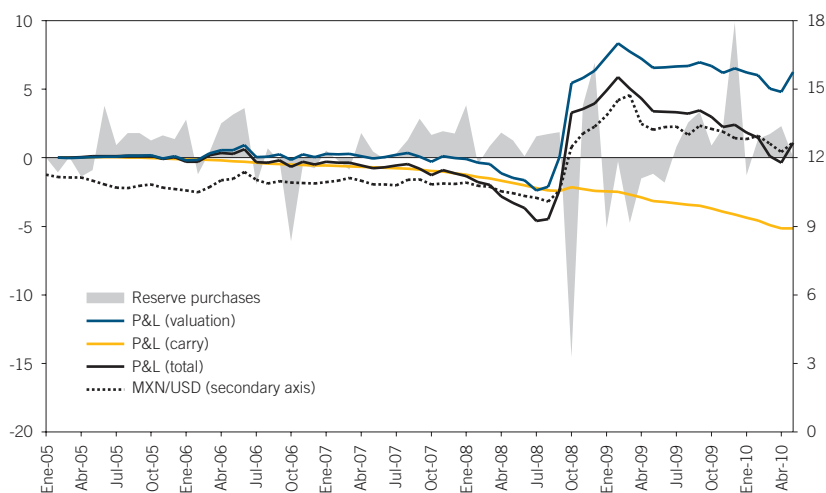


### KOREA (USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



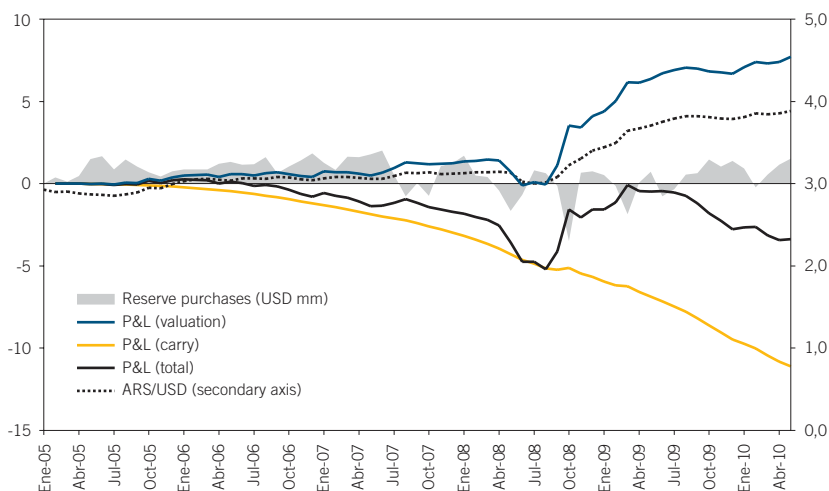
### MEXICO

(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



### ARGENTINA

(USD BILLIONS UNLESS OTHERWISE INDICATED)



---

## APÉNDICE 2\_HACIA UN FONDO MONETARIO ASIÁTICO: CMIM Y AMRO

---

La Multilateralización de la Iniciativa Chiang Mai se lanzó en 2010 con el objeto de proveer asistencia de liquidez durante crisis cambiarias (como la CMI original), pero formalizando el diseño institucional de un pool de reservas (a diferencia de los arreglos bilaterales del CMI), el sistema de votos para el desembolso de fondos en función del peso relativo, y una mayor capacidad de evaluación y supervisión. A tal fin, en mayo de 2011 comenzó a ser operativa la Oficina de Investigación Macroeconómica de los países ASEAN (AMRO) destinada a evaluar la respuesta en caso de crisis de balanza de pagos. AMRO tendrá la responsabilidad de monitorear el desempeño macroeconómico de los países miembros para proveer alerta temprana en caso de necesidad de asistencia y, en períodos de disrupción financiera, cuantificar los fondos necesarios, monitorear su uso e impacto y proporcionar recomendaciones de política.

Las responsabilidades de AMRO se superpondrían temporalmente con las de otros organismos: inicialmente coexistirá con la Oficina de Integración Económica (OREI) del Banco de Desarrollo Asiático (ADB) y con las Oficinas de Monitoreo de la Integración para los Países Asiáticos (AIMO). Sin embargo, se espera que los informes surgidos de AMRO no compitan con los del FMI (Global Surveillance y Artículo IV), sino que los complementen (la experiencia previa de Wei Benhua, primer Director de AMRO, como Director Ejecutivo del FMI debería contribuir en este sentido) y que, al contar con recursos humanos propios de la región, mejoren la calidad de la supervisión.

Los partidarios de que el CMI se desvincule distancia del FMI para acercarse al modelo de Fondo Monetario Asiático propuesto por ASEAN, Japón, China y Corea del Sur al calor de las crisis de los 90s, enfatizan que el desafío de AMRO, en su rol de supervisor independiente, es probar que puede reemplazar al FMI sin ser presa de presiones políticas. Otros sugieren que, al contrario del caso de la UE, cuyas instituciones regionales fueron construidas en base a la cooperación de Alemania y Francia bajo el apoyo de Estados Unidos, la rivalidad estratégica entre China y Japón y el temor ante la creciente influencia de aquella son los principales obstáculos para la cooperación regional, realzando la necesidad de una relación con los EEUU a través del FMI. Por último, si bien la existencia del Fondo Latinoamericano de Reservas y el Fondo Monetario Árabe fortalecen las razones para crear un Fondo Monetario Asiático, las expectativas de líderes y expertos señalan que, a pesar de los avances recientes, es poco probable que comience a funcionar a pleno en el corto plazo.

---



---

### APÉNDICE 3\_¿QUÉ ES EL FLAR?<sup>21</sup>

---

El FLAR fue creado en 1978 como respuesta a la necesidad de contar con una institución financiera propia que centralizara la administración de una parte de las reservas internacionales de los países miembros, aprovechando economías de escala y, mediante la cooperación mutua, márgenes de diversificación, permitiendo mitigar desequilibrios en un país mediante la asistencia del resto.

En este sentido, el FLAR se inscribe en la arquitectura financiera regional (bacos de desarrollo, convenios de compensación de pagos) en el campo de la cooperación financiera y como complemento a otros acuerdos globales existentes. Específicamente, el FLAR se plantea como mecanismo de blindaje financiero que brinda asistencia crediticia ante problemas de liquidez o de balanza de pagos causados por desequilibrios externos transitorios mediante la agregación (pooling) de reservas (Eichengreen, 2006).

FLAR funciona como un seguro que se utiliza únicamente en escenarios de crisis de balanza de pagos, cuando los países miembros pueden solicitar un crédito a una tasa de interés accesible independiente de su nivel de riesgo individual -esto es, menor a la de mercado en situación de desequilibrio externo aunque no necesariamente mayor al costo financiero en tiempos normales, emulando de este modo la operación de un prestamista de última instancia tradicional.

A tal fin, FLAR invierte los aportes de sus miembros (parte de las reservas internacionales de los Bancos Centrales) con criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad<sup>22</sup>, concentrando la inversión en activos líquidos con bajos costos de transacción y tenores cortos que impliquen riesgos de crédito y de precio moderados.

Aunque la capacidad de asistencia financiera de FLAR sea limitada, históricamente ha sido exitoso en contribuir a la asistencia ante crisis de balanza de pagos (sobre todo a sus miembros más pequeños como Bolivia y Ecuador) y la estabilidad financiera regional, exhibiendo flexibilidad y oportunidad en su respuesta y eficiencia en su funcionamiento.

El FLAR puede fortalecer su efectividad como fondo de reservas ampliando su capital con una ampliación estratégica de la membresía, potenciando de este modo su rol como organismo especializado dentro del menú de instituciones financieras regionales, y como pieza esencial en la arquitectura financiera internacional.

---

<sup>21</sup> Este apéndice se basa en la descripción documentada en FLAR (2011).

<sup>22</sup> Se busca que el valor de los activos del FLAR esté poco correlacionado con la situación económica de los países miembros, para que cuando un país requiera financiamiento, el valor de los activos del FLAR permanezca estable o, en el caso de activos de reserva, aumente como consecuencia de la fuga a la calidad o *flight to quality*). El nuevo índice de referencia para la inversión del patrimonio del FLAR es el siguiente: un tercio en bonos indexados a la inflación de los Estados Unidos (US TIPS) para plazos de 1 a 10 años, un tercio en Letras del Tesoro los Estados Unidos de un plazo de 6 meses y un tercio que tiene como tasa de referencia la tasa LIBID de 1 mes.

---

## Mesa redonda sobre el FLAR

POR RODRIGO VERGARA\*

Quiero agradecer la invitación a participar en esta Conferencia, cuyos contenidos y discusión han sido de mucha utilidad, especialmente para un país como Chile que no es miembro del Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR).

Quisiera destacar el éxito que ha tenido el FLAR en su cometido, hecho que ha sido destacado transversalmente en las exposiciones que hemos presenciado. Éxito que, como resalto el profesor Ocampo, ha sido incluso superior al de otros organismos multilaterales de mucho mayor tamaño. Desde esa perspectiva, no cabe sino felicitarlos por lo que han logrado. El FLAR es una fuente efectiva de financiamiento para sus países miembros.

Otro ámbito en el que el FLAR ha tenido logros importantes es en la gestión de su portafolio. Su alta clasificación, mayor no solo a todos sus países miembros sino que también a todos los países eventualmente miembros, es una prueba concreta de una gestión y una estructura de gobierno muy exitosa.

Un aspecto adicional a destacar es que el FLAR es evidentemente un actor que protege el comercio intrarregional. Lo que no solo en sí mismo es muy importante, sino que también sirve como argumento para convencer a algunos países de los beneficios de pertenecer al FLAR. Algunas de las presentaciones en esta Conferencia mencionaban la necesidad de moderar la volatilidad en los tipos de cambio bilaterales. Mi experiencia me hace creer firmemente en la flexibilidad cambiaria, por lo que una propuesta de ese tipo la asumo como válida en casos de crisis y no como el estándar. Que el FLAR actúe como moderador de los necesarios ajustes que se deben producir en las paridades cambiarias ante *shocks* me parece que sería al menos discutible.

Otro tema relevante, que no ha sido mencionado, es la transferencia de conocimientos que el FLAR realiza hacia países miembros y no miembros, en especial respecto de la administración de reservas. En Chile, nos hemos beneficiado en una serie de seminarios y conferencias sobre la gestión de portafolios, en la que hemos conocido de la experiencia del FLAR tanto en el ámbito de los conocimientos como de la tecnología inherente al tema.

\* Presidente, Banco Central de Chile.

En lo que sigue, abordaré algunos de los temas tratados en esta Conferencia que a mi juicio despiertan mayor controversia, planteando algunas reflexiones al respecto.

Primero está el tema de la estructura de gobierno del FLAR. Como ha sido destacado, y acabo de mencionarlo, esta es una de sus fortalezas. Pero, hoy se planteado una pregunta en dos dimensiones opuestas. Por un lado, cómo expandir su tamaño y, por otro, si es necesario hacerlo. Los bemoles en torno a una opción u otra están en relación con la necesidad de cambiar algo que ha funcionado bien. Especialmente cuando se discute la posibilidad de incorporar economías de mayor tamaño, como México o Brasil. Sin duda es una pregunta abierta, a la que volveré más adelante.

Segundo, es el rol del FLAR como una institución complementaria o sustituta de otros organismos del mismo tipo. Las presentaciones de los profesores Titelman y Agosin resaltan que es un complemento a otros organismos multilaterales, en particular del Fondo Monetario Internacional. En mi opinión, creo que no tiene sentido pensar al FLAR como un sustituto, o al menos un sustituto completo, de otras fuentes de financiamiento. En particular, estoy de acuerdo en que el FLAR es una fuente de financiamiento temprano, lo que hace que se moderen los contagios de las crisis externas hacia nuestras economías. En la medida en que exista una institución flexible, pronta a actuar, esa posibilidad de contagio se limita. Ello contrasta con lo que podría suceder si tuviéramos una institución más burocrática y más lenta en actuar. Desde este punto de vista, la flexibilidad del FLAR es una de los beneficios de esta institución.

Lo anterior, sin embargo, lleva al punto, que también ha sido mencionado, cual es el de la condicionalidad. En varias ponencias de esta Conferencia se señaló, de diversas formas, que la ausencia de condicionalidad era un gran beneficio. En otras ponencias se sostuvo que era necesario que existiera, al menos en algunos temas. En mi opinión, no es fácil pensar en una institución ampliada sin un mayor desarrollo del tema de las condicionalidades. En ocasiones esta condicionalidad es necesaria. Ciertamente hay casos en que, aunque el manejo macroeconómico de un país es el adecuado, es posible que ante una crisis externa se vea afectado de forma importante. En esos casos, es correcto que se le otorgue apoyo con bastante menor condicionalidad. El FMI, aprendiendo de las lecciones del pasado, ha ido moviéndose en esa dirección. Pero, no siempre esto es así. No siempre los países tienen un manejo macroeconómico adecuado y, cuando los *shocks* externos llegan, caen en problemas graves. En ese caso, simplemente es inevitable exigir algún tipo de condicionalidad más amplia.

La historia económica de nuestros países está repleta de episodios en los que no hemos sido precavidos para afrontar tiempos difíciles. Un ejemplo habitual es la falta de herramientas que permitan convivir con la volatilidad intrínseca de nuestras economías, volatilidad que en muchos casos se asocia con los altibajos en los términos de intercambio, tema que también estuvo presente en las discusiones de esta Conferencia. Los latinoamericanos tenemos la tendencia a creer que los *shocks* positivos son permanentes y los negativos son transitorios. Hoy, que gran parte de los países de la región estamos enfrentando un *shock* positivo de términos de intercambio, lo prudente sería pensar que es transitorio. Sin embargo, si pensamos y actuamos pensando que se trata de un shock permanente, el gasto interno crecerá con fuerza. Más adelante, si se comprueba que el shock era transitorio y se deterioran significativamente los términos de intercambio, enfrentaremos una estrechez del financiamiento internacional que naturalmente traerá problemas. En ese escenario, es difícil que la provisión de financiamiento no esté ligada a algún tipo de condicionalidad.

De aquí surge la pregunta, también expresada por otros panelistas, de si el FLAR tiene la vocación de monitoreo y de condicionalidad. No veo razones para que no la tenga, pero es una pregunta sin una respuesta clara. En el caso del Fondo Asiático, esto se resolvió ligándolo con el FMI, decisión que fue muy criticada. Creo que se debe ser cuidadoso con el análisis de este asunto, pues el problema no necesariamente está en la ligazón con el FMI, sino más bien en el monto del crédito que no está sujeto a condicionalidades. Con todo, el FMI, aun considerando los problemas que pueda tener, es la institución que se ha especializado en temas de monitoreo y de condicionamiento, y la que más sabe sobre la materia.

De esta forma, creo que es evidente que el FLAR y el FMI son complementos. Por otra parte, aunque los montos utilizados en una y otra institución no hayan sido en la práctica muy distintos, potencialmente sí lo son, porque las cuotas son distintas y porque el apalancamiento o el número de veces que se puede usar estas cuotas también es distinto.

Un tercer punto, que creo evidente pero no por ello se debe omitir, es que la disponibilidad de liquidez que otorga el FLAR no es un sustituto a las políticas internas. La primera, la segunda y la tercera línea de defensa ante cualquier episodio de crisis son las buenas políticas internas. Luego viene el resto de los mecanismos, que pueden ser muy necesarios en ciertas circunstancias. Ciertamente hay muchos argumentos a favor de estos mecanismos, especialmente cuando se toman en cuenta los costos de los seguros propios.

El profesor Levy-Yeyati planteó varios de ellos y su argumento es persuasivo. Sin embargo, estoy convencido de que en economías como las nuestras, muy expuestas a los *shocks* de términos de intercambio, la política fiscal y monetaria son la primera línea de defensa y tiene alta relevancia todo lo que signifique aseguramiento propio, como son la tenencia de reservas internacionales y la acumulación de fondos soberanos.

Volviendo al tema del tamaño y la participación, otro aspecto a discutir son las características deseables de un fondo de esta naturaleza. Lo primero es que el financiamiento debe ser en montos adecuados, a partir de lo cual surgen dudas respecto de si tiene o no el tamaño suficiente. Como se expuso previamente, hoy el monto del fondo equivale a 1,8% de las reservas de los países miembros. Lo natural, entonces, es pensar en formas adicionales que incrementen el aporte al fondo, ya sea que se exija algún tipo de relación con las reservas internacionales, el PIB o algún otro tipo de indicador. Sin embargo, también hay que pensar en otras formas de financiamiento. En la discusión se mencionaron muchas de ellas, como la línea de liquidez del FMI, swaps o la posibilidad de líneas contingentes entre países. Claramente, todas son ideas interesantes y que deben ser exploradas.

En cuanto a la ampliación del número de países, puede ser algo positivo si se considera que ello elevaría los recursos disponibles y, eventualmente, permitiría una mayor diversificación. Sobre esto último hay varios puntos a considerar. En primer lugar, los antecedentes que hemos visto en esta Conferencia dan cuenta de la existencia de correlaciones relativamente bajas tomando un período largo de tiempo, por lo que ante una crisis estos fondos toman mayor relevancia. Sin embargo, también vimos que en los períodos de crisis esta correlación aumenta de forma importante, lo que podría hacer insuficiente los recursos disponibles. De ahí que surja con más fuerza la necesidad de más recursos o, por lo menos, de algún tipo de financiamiento adicional.

Más allá de lo anterior, creo que un mecanismo de esta naturaleza igualmente funcionaría con más miembros. Descontado el tema de la estructura de gobierno, es posible pensar que con países más grandes participando del FLAR, se podría generar algún mecanismo de transferencia o de “solidaridad”, como se mencionó por parte de otros panelistas. Por lo demás, en situaciones de crisis es natural que los países más grandes tengan mayor oportunidad de acceder a otras fuentes de financiamiento, dejando más recursos libres para los países de menor tamaño que forman parte del FLAR.

La pregunta es, cómo motivar en este escenario a los países más grandes. Me parece razonable parte de lo que se ha expresado previamente, en el sentido de que el FLAR tam-

bién es una línea de defensa para los países más grandes, aunque sea de menor tamaño. Por otra parte, hay temas de unidad regional y consideraciones de orden más político cuando se piensa en mecanismos de esta naturaleza. Así, el que exista una línea de defensa como el FLAR, es un bien importante para toda la región, no importando el tamaño del país. En cuanto a las consideraciones de orden más político, el que los países de mayor tamaño aparezcan como líderes de la región es positivo, y ello se puede lograr participando en este tipo de iniciativas. De esta forma, no solo serán buenos ciudadanos del mundo, siendo parte de las iniciativas globales, sino que también buenos ciudadanos regionales. Estimo que es un buen argumento para motivar a que estos países se unan al FLAR.

Finalmente, no quiero dejar de señalar que la arquitectura financiera regional de América Latina, más que buscar nuevos caminos o nuevas instituciones, debe potenciar instituciones como el FLAR. Su institucionalidad es suficientemente sólida y potente para que, en la medida que se logren los acuerdos y se decida ampliarla, sea quien otorgue seguros de liquidez ante crisis. Duplicar este tipo de instituciones no me parece eficiente ni demasiado sustantivo, ni tampoco creo que lleve a resultados mejores que los que se puede lograr con un FLAR ampliado.

*Muchas gracias*

POR EDUARDO MORÓN\*

No puedo decir que tengo que agradecer al FLAR por la invitación, pues además soy el último speaker de la última mesa del último día, así que me será más difícil decir algo distinto. Yo diría que me quedo con cinco lecciones de estos dos días muy interesantes para todos nosotros. Y creo que la primera es justamente que queda poco por decir y mucho por hacer, en realidad. Creo que hay bastante consenso, más allá de los detalles, en qué es lo que puede hacer el FLAR y cómo es que efectivamente puede hacerlo mejor.

La segunda lección es -aunque creo que ha habido cierta confusión con respecto a las palabras de Mario Bergara- que efectivamente sí hay una necesidad de hacer un FLAR más grande tanto en cobertura como en mayor capital, y lo que a nosotros al igual que Mario no nos parece es que no queremos ser una institución que atienda *shocks* sistémicos. No queremos diseñar una institución que busque atender *shocks* sistémicos. Para eso está el FMI. Lo que queremos es tener un fondo que sirva como complemento al resto de instituciones de la arquitectura financiera internacional.

En ese sentido, una tercera lección que yo tomo de esta discusión que hemos tenido es tratar de, y de repente es un poco crítica a nosotros mismos como FLAR, entender cuál es el objetivo que queremos. Si uno mira la propia *website* del FLAR ahí sale que hacemos tres cosas. Tenemos los créditos de apoyo a la balanza de pagos, mejoramos las condiciones de inversión de las reservas y armonizamos las políticas económicas, y claramente no hacemos eso último. Creo que nuestro interés es mucho más asociado a las dos primeras cosas y lo tercero, la armonización de políticas económicas, está muy asociado a nuestra capacidad y relevancia dentro de las necesidades de los países miembros. Si nosotros tenemos un tamaño diminuto jamás vamos a poder tener un rol o pretender tener un rol de armonizador de las políticas económicas. Simplemente nadie nos va a escuchar ni siquiera dentro de casa.

En ese sentido, creo que lo que sí me parece que deberíamos nosotros mejorar y que creo que es algo que no se mencionó acá pero que sí lo mencionó Manuel Ramos de México el primer día, asociado más al diseño de este tipo de instituciones, es que si uno mira la actuación del FLAR, hemos sido efectivos porque se ha prestado recursos cuando se ha requerido, el problema es que si uno mira el tipo de operaciones que se han hecho casi

\* Director de Estudios Económicos, FLAR.

todas han sido más en el lado *ex post* que en el lado *ex ante*. Y yo creo que en el diseño de esta institución fortalecida, deberíamos estar mucho más en el lado preventivo que en el lado *ex post*.

Me parece que como cuarta lección nosotros deberíamos buscar que a lo largo del tiempo los países miembros del FLAR nos necesiten menos frecuentemente y que haya cierta graduación dentro de los países del FLAR en términos de la lista de instrumentos o de facilidades que nosotros tenemos a disposición. Nosotros quisiéramos jugar el rol de ser complementos del FMI y estar mucho más cercanos a ser primera línea de defensa que prestamista de última instancia que claramente no está en nuestros sueños. Nosotros quisiéramos que el diseño propio de estas líneas que tenemos o que podemos plantear tenga esta característica de buscar que los países vayan mejorando. De repente sin condicionalidad; de repente simplemente porque la siguiente línea es mucho más atractiva que la anterior y eso hace que digamos se genere el buen comportamiento, el incentivo a mejorar la disciplina macroeconómica dentro de los países. Me parece que eso es algo que no se ha mencionado y que debería estar en nuestra agenda del diseño de este nuevo FLAR.

Como quinta lección tomaría un punto que mencionó Barry Eichengreen el primer día. El hablaba de esta ilusión de la endogeneidad. Somos una región que a pesar de todos los problemas de integración más en la esfera de lo político, nos venimos integrando comercialmente -con algunas pocas excepciones- mucho más intensamente en los últimos años. Uno no quisiera confiar en la endogeneidad, es decir, en que como ahora somos más comercialmente integrados, solo van a aparecer los mecanismos de protección financiera que protejan esos flujos comerciales. Yo creo que en Latinoamérica hemos recorrido lo que yo llamaba 'el camino de los escaldados'. Nosotros ya nos hemos quemado las manos varias veces haciendo estas cosas, hemos aprendido a la mala con las crisis y por lo tanto corresponde, pensando en la ambición que mencionaba Enrique, que vamos a hacer una región más integrada comercialmente, crear antes estos mecanismos de protección de la estabilidad financiera regional.

En ese sentido, creo que es bueno el punto de Enrique. El comentario que hizo Enrique me hizo recordar la primera vez que conversamos con Ana María en Lima cuando me entrevistó para entrar a trabajar al FLAR. En esa oportunidad le dije que el FLAR debería seguir el camino de la CAF y no el de la CAN. De repente eso fue lo que hizo que me contratara. Queremos tener una institución que sea cada vez más relevante y no una institución que está, digamos, zombie, muerta en vida, sin ninguna relevancia. Esa ambición está dentro de nosotros Enrique.



Dos puntos finales. Cuando discutimos el tema de condicionalidad yo pensaría una vez más en la línea de condicionalidad para lograr qué objetivo. Además hay muchas formas de introducir condicionalidad, ya sea porque te ofrezco algo más, ya sea porque te superviso de manera más estricta, o ya sea porque le pido a alguna otra institución que lo haga en vez de nosotros. Lo que queremos en el fondo es tener un conjunto de líneas de crédito que busquen mejorar el desempeño macroeconómico de los países. Si vamos a tener condicionalidad de algún tipo, yo creo que tiene que estar hecha para lograr ese objetivo.

Finalmente, creo que es importante mencionar el tema de gobernabilidad. Se ha dicho repetidas veces durante hoy y ayer que claramente el esquema de gobernabilidad del FLAR ha sido muy útil para ser dinámico, efectivo y responder rápidamente; pero siempre tenemos nosotros el riesgo moral que ha mencionado Rodrigo ahora al cual tenemos que tratar de combatir de alguna manera. Y por eso es que quisiéramos tener una búsqueda de mayor cobertura dentro del FLAR, de modo de que en realidad esa gobernabilidad y esa capacidad de poder actuar rápidamente sin incurrir en riesgo moral pueda ser hecha de manera efectiva.

*Muchas gracias*

# Lista de participantes de la VII Conferencia Internacional de Estudios Económicos FLAR-CAF

**Beltrán de Ramón Acevedo**

Gerente de la División de Operaciones Financieras  
Banco Central de Chile

**Manuel Agosín**

Decano de la Facultad de Economía y Negocios  
Universidad de Chile

**Fernando Álvarez**

Economista de la Vicepresidencia de Estrategias de  
Desarrollo y Políticas Públicas  
CAF- Banco de Desarrollo de América Latina

**María Angélica Arbeláez**

Directora Ejecutiva Alterna  
Fondo Monetario Internacional (FMI)

**Juan Carlos Alfaro**

Director de Riesgos  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**María Candelaria Álvarez**

Asesora de la Secretaría de Finanzas  
Ministerio de Economía y Finanzas Públicas de Argentina

**Jennifer Arencibia**

Economista de la Vicepresidencia de Estrategias de  
Desarrollo y Políticas Públicas  
CAF- Banco de Desarrollo de América Latina

**Adriana Arreaza**

Economista Principal de la Vicepresidencia de Estrategias de Desarrollo y Políticas Públicas  
CAF- Banco de Desarrollo de América Latina

**Mario Bergara**

Presidente del Directorio  
Banco Central del Uruguay

**Javier Bonza**

Director de Investigación y Desarrollo  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Carlos Gustavo Cano**

Codirector  
Banco de la República de Colombia

**Ana María Carrasquilla**

Presidenta Ejecutiva  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Felix Delgado**

Gerente  
Banco Central de Costa Rica

**Pedro Delgado**

Presidente del Directorio  
Banco Central de Ecuador

**Carolina Díaz**

Economista de la Dirección de Estudios Económicos  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Juan José Echavarría**

Codirector  
Banco de la República de Colombia

**Barry Eichengreen**

Profesor  
University of California, Berkeley

**Lucía Elizalde**

Secretaria General  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**María del Pilar Esguerra**

Directora  
Departamento de Educación Económica y Financiera  
Banco de la República de Colombia

**Daniel Roberto Falconi**

Director General de Programación Fiscal  
Ministerio de Finanzas del Ecuador

**Eduardo Fernández-Arias**

Asesor Senior  
Banco Interamericano de Desarrollo (BID)

**Marcel Fratzscher**

Jefe División de Análisis de la Política Internacional  
Banco Central Europeo

**Eduardo Fonseca**

Economista de la Dirección de Estudios Económicos  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Andrés Fuentes de León**

Secretario General  
Ministerio Economía y Finanzas Panamá

**Carlos García**

Director Administrativo  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Enrique García**

Presidente Ejecutivo  
CAF- Banco de Desarrollo de América Latina

**Juan Carlos García**

Subsecretario de Política Fiscal  
Ministerio de Finanzas del Ecuador

**Iván Giner**

Vicepresidente de Estudios  
Banco Central de Venezuela

**Lorenzo Giorgianni**

Director Adjunto del Departamento de  
Estrategia Política y Revisión  
Fondo Monetario Internacional (FMI)

**Carlos Giraldo**

Director Adjunto de Estudios Económicos  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Johny Gramayo**

Director del Departamento de Análisis  
Macroeconómico y Pronósticos  
Banco de Guatemala

**Raúl Irrazábal**

Gerente de Reservas y Servicios Internacionales  
Banco Central del Paraguay

**Demet Kaya**

Asesora del Departamento de Crédito País  
Banco Cooperación Internacional de Japón

**Armando León**

Director  
Banco Central de Venezuela

**Oscar Llamosas**

Secretario General  
Ministerio de Hacienda Paraguay

**Eduardo Levy Yeyati**

Profesor de la Escuela de Negocios  
Universidad Torcuato Di Tella

**Domenico Lombardi**

Presidente  
Instituto Oxford para la Política Económica

**Eduardo Morón**

Director de Estudios Económicos  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Toshiro Nishizawa**

Director de la División de Análisis  
Macroeconómico  
Banco Cooperación Internacional de Japón

**José Antonio Ocampo**

Profesor  
Universidad de Columbia

**Asdrubal Oliveros**

Director  
Ecoanalítica

**Fausto Ortiz**

Consultor privado  
Ex Ministro de Finanzas del Ecuador

**Guillermo Perry**

Profesor  
Universidad de los Andes

**Daniela Pires Ramos**

Consultora del Departamento de Asuntos  
Internacionales  
Banco Central de Brasil

**Manuel Ramos Francia**

Subgobernador  
Banco de México

**Diego Arturo Rodríguez**

Jefe Modelos Macroeconómicos  
Banco de la República de Colombia

**Keisuke Sasaki**

Director Adjunto  
Banco Cooperación Internacional de Japón

**Chalongphob Sussangkarn**

Miembro Honorario  
Instituto de Investigación de Desarrollo, Tailandia

**Masahito Suzuki**

Representante Principal  
Banco Cooperación Internacional de Japón

**Fernando Tenjo**

Codirector  
Banco de la República de Colombia

**Daniel Titelman**

Director de la División de Financiamiento para el Desarrollo  
Comisión Económica para América Latina y El Caribe  
(CEPAL)

**Aaron Tornell**

Profesor  
Universidad de California, Los Ángeles

**Victor Traverso**

Director Representante para Colombia  
CAF- Banco de Desarrollo de América Latina

**José Darío Uribe**

Gerente General  
Banco de la República

**Rodrigo Vergara**

Presidente  
Banco Central de Chile

**Martha Villa**

Economista Internacional de la Dirección de  
Estudios Económicos  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)

**Ulrich Volz**

Investigador Senior  
Instituto de Desarrollo Alemán

**Juan Pablo Zárate**

Codirector  
Banco de la República de Colombia

**Iker Zubizarreta**

Director Financiero  
Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR)



# FLAR

Fondo Latinoamericano  
de Reservas

Avenida 82 No. 12 - 18 piso 7 Bogotá D.C., Colombia

Apartado Aéreo 241523

Tel. (571) 634 43 60 Fax. (571) 634 43 82

e-mail: [flar@flar.net](mailto:flar@flar.net) | [www.flar.net](http://www.flar.net)